

UNIVERSIDAD CATÓLICA SANTA MARÍA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICO ADMINISTRATIVAS
ESCUELA PROFESIONAL DE INGENIERÍA COMERCIAL



**“ MODELO DE VALORACIÓN PARA UNA EMPRESA DEL SECTOR
ALIMENTARIO PERUANO A TRAVÉS DE LA OPTIMIZACIÓN DE
ESTRUCTURA DE CAPITAL: CASO ALICORP S.A.A, 2017-2021.”**

PRESENTADO POR LAS BACHILLERES:

XIMENA ALICIA ARIAS JÁUREGUI
YOJANA ANGÉLICA CÁCERES RAMOS

TESIS PARA OPTAR EL TÍTULO PROFESIONAL DE:

INGENIERAS COMERCIALES

ASESOR: VÍCTOR HUGO WONG CALDERON

AREQUIPA-PERÚ

2017



AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a:

Dios, por iluminar nuestras mentes y darnos la constancia y perseverancia necesarias para alcanzar esta meta.

Nuestros maestros que a lo largo de nuestra formación profesional nos han compartido sus conocimientos y valores para hacer de nosotras unas mejores profesionales.

Nuestros amigos, futuros ingenieros comerciales, por hacer de la universidad un lugar más divertido y por la alegría de haber formado grandes lazos de amistad.

DEDICATORIA

A Dios por darme la fuerza para superar todos los obstáculos y permitirme poder alcanzar este logro.

A mis padres y a mi hermano Sandro, por ser las personas más importantes en mi vida, por su inmenso cariño y apoyo incondicional.

A mis abuelos por sus enseñanzas y por ser una motivación en mi educación.

A mis tíos Armando y Carmela por ser unos segundos padres y siempre preocuparse por mí.

Este logro es por y para todos ustedes.

Ximena

A:

Dios, por permitirme dar este gran paso y acompañarme cada día de mi vida, por iluminar mi mente y mi corazón, también por poner en mi camino a aquellas personas que han sabido comprenderme, motivarme y ser mi soporte durante toda esta etapa, mostrándome el amor y cariño que sienten por mí.

Mis padres, quienes siempre están a mi lado, quienes en cada segundo cuidan de mí, quienes me comprenden y me apoyan en cada decisión que tomo y cada camino que elijo, ellos son los más importantes en mi vida y a los que estaré eternamente agradecida por su amor incondicional.

Mis hermanos, Jack, Erick y Valentino, por siempre preocuparse por mí, por sus enseñanzas y motivarme a seguir adelante a pesar de las circunstancias.

Mis abuelos, tíos y sobrinos, por su constante apoyo y cariño.

Mis amigas, a las que les tengo un cariño enorme, por su constante motivación y apoyo.

Yojana

RESUMEN

El presente estudio de investigación financiera denominado “Modelo de valoración para una empresa del sector alimentario peruano a través de la optimización de estructura de capital: Caso Alicorp S.A.A” tiene como objetivo principal determinar la estructura de capital óptima que permita maximizar el valor empresarial.

El sector alimentario es uno de los más importantes de la economía peruana, pues representa el 27.0% del gasto per cápita (INEI, 2016). Dentro de este sector, la empresa más representativa es Alicorp, caracterizada por mantener su constante crecimiento y buen posicionamiento en el mercado; no obstante, la empresa enfrentó problemas financieros en los años 2014 y 2015, consecuencia de la mala gestión financiera, lo que ocasionó que el precio de sus acciones y calificación crediticia disminuyan.

En base a esta problemática surge la necesidad de determinar la combinación óptima de deuda y capital que maximice el valor de la empresa Alicorp. Para ello se elaboró un modelo de valoración, aplicable a otras empresas pertenecientes al sector alimentario peruano, en el que se incorporó un análisis de sensibilidad de estructura de capital por simulación, en el que se determina la combinación óptima, demostrando que la estructura de capital influye directamente en el valor empresarial.

En un primer momento, la influencia es directamente proporcional, debido a que a mayor apalancamiento, mayor es el valor de la empresa; sin embargo, alcanzado el punto máximo, esta influencia se vuelve inversa, puesto que incrementan el costo de deuda y la rentabilidad exigida por los inversionistas, al aumentar el riesgo de la empresa ante el mercado. De esa manera se encontró la combinación óptima que maximiza el valor empresarial; sin embargo, que dicha combinación sea la óptima, no quiere decir que sea la más eficiente, pues depende de otros factores, como la salud financiera por la que atraviesan las empresas o el entorno en donde se desenvuelven.

PALABRAS CLAVE: Valoración Empresarial, Estructura de Capital, Alicorp S.A., Sector Alimentario.

ABSTRACT

The main objective of this financial research study entitled "Valuation model for a Peruvian food company through capital structure optimization: Case Alicorp S.A.A" is to determine the optimal capital structure that maximizes enterprise value.

The food sector is one of the most important in the Peruvian economy, representing the 27.0% of expenditure per capita (INEI, 2016). Within this sector, the most representative company is Alicorp, characterized by maintaining its constant growth and good positioning in the market. However, the company faced financial problems in the years 2014 and 2015, as a result of poor financial management, which caused the stock price and credit rating to decrease.

Based on this problem arises the need to determine the optimal combination of debt and capital that maximizes the value of the company. For this purpose, a valuation model was developed, applicable to other companies belonging to the Peruvian food sector, which incorporated a capital structure sensitivity analysis by simulation, in which the optimal combination was determined, demonstrating that the capital structure directly influences enterprise value.

At first, the influence is directly proportional, because the greater the leverage, the greater the value of the company; However, reaching the maximum point, this influence is reversed, since it increases the cost of debt and the profitability demanded by the investors, increasing the risk of the company before the market. In this way we found the optimal combination that maximizes enterprise value; However, that such a combination is optimal, it does not mean that it is the most efficient, since it depends on other factors, such as the financial health of the companies or the environment in which they operate.

KEY WORDS: Enterprise Value, Capital Structure, Alicorp S.A., Food Sector.

INTRODUCCION

La estructura de capital es una decisión muy importante en los planes de expansión de cualquier empresa, ya que en todas siempre está presente el deseo de crecer. La disyuntiva aparece en el momento de decidir si crecer a través de deuda o capital, pues cualquiera sea la elección afectará directamente en el valor de la empresa. Es por ello que desde la primera (1958) y segunda teoría (1963) de Modigliani & Miller, se han generado diversas teorías sobre la estructura de capital y la combinación óptima de deuda y capital que permita maximizar el valor de una empresa. De esa manera, surge la interrogante de ¿cómo saber hasta qué punto puede apalancarse una empresa y tener una buena salud financiera, además de tener una buena posición en el mercado y generar la confianza en los inversionistas para invertir en ella?

Esa es la interrogante que tienen las empresas, de cómo alcanzar ese nivel óptimo que les permita aumentar el valor de su empresa y hacer que los inversionistas las vean atractivas. Es por ello que en la presente tesis se tiene el deseo de poder hallar la estructura óptima para el caso de la empresa Alicorp mediante un modelo de valoración propuesto para ser aplicado por empresas del sector alimentario peruano.

El presente trabajo de investigación contempla el desarrollo de tres capítulos, los cuales se precisa a continuación:

- En el capítulo I denominado “Aspectos metodológicos” se plantean las principales consideraciones de los modelos de valoración empresarial y las teorías sobre la estructura de capital. Asimismo, se arma un modelo propuesto de valoración, tomando en cuenta la estructura de capital óptima.
- En el capítulo II denominado “Análisis situacional del sector y de la empresa”, se muestra un análisis de la evolución mundial y nacional del sector alimentario, además se hace un análisis de la situación actual e histórica de la empresa Alicorp S.A.A.
- En el capítulo III denominado “Modelo de valoración para una empresa del sector alimentario peruano: Caso Alicorp S.A.A.”, se aplica el modelo propuesto de valoración y se realizan análisis de sensibilidad para poder determinar la estructura de capital óptima de la empresa Alicorp S.A.A.

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS.....	iii
DEDICATORIA.....	iv
RESUMEN.....	v
ABSTRACT	vi
INTRODUCCION.....	vii
CAPÍTULO I: ASPECTOS METODOLÓGICOS	1
1.1. Valoración empresarial	1
1.1.1. Metodologías de valoración	1
1.1.1.1. Métodos basados en el balance	1
1.1.1.2. Métodos basados en la cuenta de resultados o múltiplos	3
1.1.1.3. Flujo de caja descontado	5
1.1.1.4. Valor empresarial y valor <i>equity</i>	19
1.2. Estructura de capital	20
1.2.1. Teorías de la estructura de capital	20
1.2.1.1. Modigliani & Miller	20
1.2.1.2. Trade off o modelo estático.....	26
1.2.1.3. Teoría del intercambio.....	28
1.2.1.4. Teoría de la jerarquía financiera o Pecking Order Theory	31
1.3. Modelos de valoración y estructura de capital	33
CAPÍTULO II: ANÁLISIS SITUACIONAL DEL SECTOR Y LA EMPRESA.....	40
2.1. El Sector.....	40
2.1.1. Historia.....	40
2.1.2. Evolución mundial	41
2.1.3. Evolución nacional.....	44
2.1.4. Procesos del sector alimentario	48
2.1.5. Perfil del consumidor peruano	50
2.1.6. Factores relevantes del sector.....	51
2.1.6.1. Aspectos Político-Legales	51
2.1.6.2. Aspectos Económicos-Financieros.....	52
2.1.6.3. Aspectos Socio-Culturales	54
2.1.6.5. Aspectos Ambientales	57
2.1.7. Consumo masivo	59
2.1.7.1. Alimentos	62

2.1.7.2.	Lácteos	64
2.1.7.3.	Bebidas	66
2.1.7.4.	Cuidado personal.....	67
2.1.7.5.	Cuidado del hogar	68
2.1.8.	B2B	70
2.1.9.	Acuicultura.....	70
2.1.10.	Proyecciones del sector alimentario	71
2.1.10.1.	Consumo de alimentos	71
2.1.10.2.	Mantequilla.....	71
2.1.10.3.	Pasta	73
2.1.10.4.	Aceites y grasas	75
2.2.	La Empresa.....	80
2.2.1.	Administración y Gerencia.....	80
2.2.1.1.	Reseña Histórica.....	80
2.2.1.2.	Misión.....	81
2.2.1.3.	Visión	81
2.2.1.4.	Objetivos Empresariales.....	81
2.2.1.5.	Pilares Estratégicos.....	82
2.2.1.6.	Valores Empresariales	83
2.2.1.7.	Políticas de la Empresa.....	84
2.2.1.8.	Organigrama	86
2.2.1.9.	Descripción de Áreas Funcionales	87
2.2.1.10.	Estrategias de la empresa	89
2.2.1.11.	Accionistas y directorio.....	90
2.2.2.	Marketing y Ventas	92
2.2.2.1.	Clientes.....	92
2.2.2.2.	Competidores	95
2.2.2.3.	Producto	109
2.2.2.4.	Precio.....	111
2.2.2.5.	Promoción	111
2.2.2.6.	Plaza	116
2.2.3.	Operaciones y Logística	117
2.2.3.1.	Operaciones	117
2.2.3.2.	Compras y abastecimiento.....	121
2.2.3.3.	Proveedores	122
2.2.3.4.	Distribución.....	124

2.2.4.	Finanzas y Contabilidad	128
2.2.4.1.	Análisis Financiero.....	128
2.2.4.2.	Objetivos Financieros.....	144
2.2.4.3.	Ventas de Alicorp vs. el sector	144
2.2.5.	Recursos Humanos	146
2.2.5.1.	Colaboradores.....	146
2.2.5.2.	Política de retribución	148
2.2.5.3.	Políticas de selección.....	149
2.2.5.4.	Desarrollo profesional	150
2.2.6.	Sistemas de Información	150
2.2.6.1.	Sistema de información en la empresa	150
2.2.6.2.	Tipología de información de la empresa	151
2.2.7.	Tecnología.....	151
2.2.7.1.	Innovación y desarrollo.....	151
2.2.7.2.	Tecnologías de acceso.....	152
2.2.7.3.	Plataforma de Internet	153
2.2.7.4.	Cobertura y soporte a los usuarios	153
2.2.8.	Matriz FODA	154
CAPITULO III: MODELO DE VALORACIÓN PARA UNA EMPRESA DEL SECTOR ALIMENTARIO PERUANO: CASO ALICORP S.A.		157
3.1.	Propósito	157
3.2.	Objetivos	157
3.3.	Diseño Metodológico	157
3.3.1.	Valoración a través del Flujo de caja Descontado.....	157
3.3.1.1.	Supuestos y proyecciones.....	158
3.3.1.2.	Costo Promedio Ponderado de Capital.....	172
3.3.1.3.	Flujo de Caja Descontado.....	178
3.3.2.	Valoración a través de Múltiplos EBITDA	184
3.3.3.	Estrategias financieras	185
3.3.3.1.	Crecimiento de ingresos	186
3.3.3.2.	Inversiones	186
3.3.3.3.	Gestión estratégica de costos.....	187
3.3.3.4.	Estructura financiera.....	188
3.3.4.	Análisis de Sensibilidad	189
3.3.4.1.	Primer análisis de sensibilidad	190
3.3.4.2.	Segundo análisis de sensibilidad	195

CONCLUSIONES.....	201
RECOMENDACIONES	202
BIBLIOGRAFIA.....	203
ANEXOS.....	208



Índice de tablas

Tabla 1: Tasas de descuento, según flujo de fondo	7
Tabla 2: Modelos de valoración	35
Tabla 3: Desempeño de los principales drivers del consumo 1/	52
Tabla 4: Ratios de población clave Perú 1990-2025	55
Tabla 5: Proyecciones del consumo de alimentos, 2012-2021	70
Tabla 6: Proyecciones de la producción y ventas de mantequilla, 2012-2021	72
Tabla 7: Proyecciones de la producción y ventas de pastas, 2012-2021	74
Tabla 8: Proyecciones de la producción y ventas de aceites y grasas, 2012-2021	76
Tabla 9: Proyecciones de la producción y ventas de confitería, 2012-2021	79
Tabla 10: Estrategias de Alicorp S.A.A	90
Tabla 11: Estructura Accionaria, 2016.....	91
Tabla 12: Directorio, 2016	91
Tabla 13: Consumo Masivo Perú: Ranking de categorías de productos, (2016)	105
Tabla 14: B2B: Ranking en categorías principales, (2016).....	107
Tabla 15: Consumo Masivo Internacional: Ranking de bienes de consumo, (2016)	108
Tabla 16: Ranking de Acuicultura en América Latina, (2016)	109
Tabla 17: Adquisiciones de la unidad de Consumo Masivo, 2008-2014	119
Tabla 18: Áreas encargadas de las compras de materias primas, 2016.....	122
Tabla 19: Número de colaboradores por rol y género, 2014	147
Tabla 20: Matriz FODA	154
Tabla 21: Estado de Resultados, 2017-2021	163
Tabla 22: Tasas de proyección de CAPEX	166
Tabla 23: Ratio de Deuda/EBITDA	167
Tabla 24: Estado de Situación Financiera, 2017-2021.....	170
Tabla 25: Costo de capital del accionista, 2017-2021	174
Tabla 26: Ratings, spreads y ratio de cobertura de intereses.....	175
Tabla 27: Tasa de deuda, 2017-2021	176
Tabla 28: Tasa de Impuesto a la Renta por países, 2017-2018	178
Tabla 29: WACC, 2017-2021	178
Tabla 30: Capital de Trabajo, 2017-2021.....	181
Tabla 31: Tasa de perpetuidad	181
Tabla 32: Flujo de Caja Descontado, 2017-2021	183

Tabla 33: Múltiplos EBITDA de empresas comparables, 2017	184
Tabla 34: Valor de Alicorp, mediante Múltiplos EBITDA	185
Tabla 35: Estrategias de inversiones, 2017-2021	187
Tabla 36: Primer análisis: análisis de escenarios	194
Tabla 37: Segundo análisis: análisis de escenarios	198



Índice de figuras

Figura 1: Apalancamiento óptimo con impuestos y costos de dificultades financieras	30
Figura 2: Ventas del sector alimentos y bebidas en el mundo, 2004-2014	42
Figura 3: Participación de las ventas del sector alimentos y bebidas en el mundo por categoría, 2009.....	43
Figura 4: Índice de precios internacionales de alimentos (FPI)	44
Figura 5: PBI y Consumo Privado Nacional, 2005-2015.....	45
Figura 6: Valor Agregado Bruto del Sector Manufactura, 2007-2015.....	46
Figura 7: Valor Agregado Bruto del Sector Alimentos y Bebidas, 2007-2015.....	47
Figura 8: Valor Agregado Bruto del Sector Alimentos y Bebidas según actividad económica, 2007-2015	48
Figura 9: Proceso del sector alimentos.....	49
Figura 10: Características del consumidor peruano, 2016	50
Figura 11: Participación de los supermercados en las ventas de consumo masivo.....	50
Figura 12: Evolución de las ventas monetarias del subsector de consumo masivo, enero-junio	60
Figura 13: Participación de las ventas monetarias del subsector de consumo masivo por categorías, enero- junio 2016	60
Figura 14: Evolución de las ventas en volumen del subsector de consumo masivo, enero-junio	61
Figura 15: Participación de las ventas en volumen del subsector de consumo masivo por categorías, enero- junio 2016	62
Figura 16: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría alimentos.....	63
Figura 17: Ventas monetarias y en volumen de la categoría alimentos por tipo de productos, enero-junio 2016	64
Figura 18: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría lácteos	65
Figura 19: Ventas monetarias y en volumen de la categoría lácteos por tipo de productos, enero- junio 2016.....	65
Figura 20: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría bebidas	66
Figura 21: Ventas monetarias y en volumen de la categoría bebidas por tipo de productos, enero-junio 2016	67
Figura 22: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado personal	67
Figura 23: Ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado personal por tipo de productos, enero-junio 2016.....	68
Figura 24: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado del hogar	69

Figura 25: Ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado del hogarl por tipo de productos, enero-junio 2016.....	69
Figura 26: Perú: Producción de recursos hidrobiológicos congelados procedentes de la acuicultura, 2006-2014.....	71
Figura 27: Implementación de la cultura de eficiencia en la organización, 2016	83
Figura 28: Equipo directivo corporativo Alicorp S.A.A, 2016	86
Figura 29: Argentina: Ventas por tipo de cliente, 2014	92
Figura 30: Brasil: Ventas por tipo de cliente, 2014.....	93
Figura 31: Chile: Ventas por tipo de cliente, 2014.....	94
Figura 32: Ecuador: Ventas por tipo de negocio, 2014	94
Figura 33: Perú: Ventas por tipo de negocio, 2014.....	95
Figura 34: Empresas comparables: Crecimiento de las ventas, 2012-2015	96
Figura 35: ROIC, 2015.....	97
Figura 36: Utilidad Neta/Ventas	98
Figura 37: ROE	99
Figura 38: ROA.....	100
Figura 39: Ciclo de conversión de efectivo, 2014-2016	101
Figura 40: Margen EBITDA	102
Figura 41: Deuda/ EBITDA	103
Figura 42: Estructura de capital de empresas comparables.....	104
Figura 43: Marcas representativas de Alicorp (2016)	110
Figura 44: Ingresos por países, 2014.....	117
Figura 45: Diversificación Geográfica, 2016.....	118
Figura 46: Resultados de Homologación, 2014	123
Figura 47: Monto de Compras a Proveedores, 2014	124
Figura 48: Distribución en Perú (2014).....	126
Figura 49: Huella de la cadena de suministros (2014)	127
Figura 50: Ventas por canales de distribución (2014).....	128
Figura 51: Ventas consolidadas, 2011-2015	129
Figura 52: Ventas por país, 2011 y 2015.....	130
Figura 53: Ventas por línea de negocio, 2011 y 2015	131
Figura 54: Ventas y margen bruto, 2016.....	132
Figura 55: Gastos operativos, 2011-2015	133
Figura 56: Participación de los gastos operativos, 2016	134
Figura 57: EBITDA, 2011-2015	134

Figura 58: EBITDA, 2016.....	135
Figura 59: Utilidad neta, 2011-2016	136
Figura 60: Utilidad por acción y cotización bursátil, 2011-2016	137
Figura 61: Análisis del precio de la acción, 2012-2017	138
Figura 62: Dividendos pagados, 2011-2016.....	139
Figura 63: Ratio de liquidez y ratio de apalancamiento, 2011-2016.....	140
Figura 64: ROE y ROIC, 2011-2016	141
Figura 65: Estructura de capital, 2011-2016	142
Figura 66: Deuda/EBITDA, 2011-2016.....	142
Figura 67: Composición de la deuda, 2011-2016.....	144
Figura 68: Participación de Mercado de Alicorp, 2011-2015	145
Figura 69: Número de colaboradores por país, 2014	146
Figura 70: Número de colaboradores por género y edad, 2014	148
Figura 71: Proyecciones de las ventas, 2017-2021	160
Figura 72: Estructura de capital, 2017-2021	177
Figura 73: Ratio de CAPEX, 2011-2021	180
Figura 74: Múltiplos EBITDA de Alicorp y empresas comparables, 2017	185
Figura 75: Primer análisis: análisis de sensibilidad del precio de la acción.....	190
Figura 76: Primer análisis: Análisis tornado	192
Figura 77: Segundo análisis: análisis de sensibilidad del precio de la acción.....	196
Figura 78: Segundo análisis: Análisis tornado	197
Figura 79: Estructura de capital óptima, 2017-2021	198
Figura 80: Precio de la acción vs. Deuda/EBITDA	200

CAPÍTULO I: ASPECTOS METODOLÓGICOS

1.1. Valoración empresarial

De acuerdo con Damodaran (2002), todo activo ya sea financiero o real tiene un valor. El mismo autor indica también que algunos activos son más fáciles de valorar que otros; sin embargo, la similitud que existe en todas las valoraciones es la incertidumbre asociada. Por su parte, indica que el precio de cualquier activo financiero debe basarse en su capacidad de generar flujos de efectivo en el futuro.

1.1.1. Metodologías de valoración

Los analistas generalmente utilizan una amplia gama de modelos, que van desde lo más simple hasta lo más sofisticado, para valorar activos. Sin embargo, es importante mencionar que el método más aceptado y utilizado es el de flujo de caja descontado. A continuación, se mencionarán algunos de los métodos más conocidos de valoración

1.1.1.1. Métodos basados en el balance

Fernández (2015) hace mención a los siguientes métodos para valorar una empresa en base a su balance. A estos métodos se les considera estáticos, ya que no toman en cuenta las proyecciones de la empresa a futuro, el valor del dinero en el tiempo, la situación del sector, entre otros factores que no se ven reflejados en el balance.

A. Valor contable

El valor contable es el patrimonio que se registra en el balance de las empresas. También se puede hallar restando el total activo menos el pasivo exigible. En otras palabras, el valor contable es el excedente de activos de una empresa sobre el total de sus deudas.

B. Valor contable ajustado

Mediante esta metodología los valores tanto del activo como del pasivo se ajustan a su valor de mercado, desechando los criterios netamente contables, se obtiene el patrimonio neto ajustado.

C. Valor de liquidación

Este valor se obtiene vendiendo los activos de la empresa y cancelando sus deudas. Para determinar la valoración, a través de este método, se restan los gastos de liquidación (indemnizaciones a trabajadores, gastos fiscales, entre otros) al patrimonio neto ajustado.

D. Valor substancial

El valor substancial simboliza la inversión que debería darse para crear una compañía en iguales condiciones a las de la valoración. En este método no se incluyen aquellos activos que no sirven para la operación, como terrenos no utilizados o participaciones en otras empresas. Existen tres clases de valor substancial:

- Valor substancial bruto: es el valor del activo del balance a precio de mercado.
- Valor substancial neto: es el valor substancial bruto menos el pasivo exigible.
- Valor substancial bruto reducido: es el valor substancial bruto menos la deuda sin coste.

1.1.1.2. Métodos basados en la cuenta de resultados o múltiplos

Estos métodos tratan de calcular el valor de una empresa en base a la dimensión de sus utilidades, ventas u otros indicadores (Fernández, 2015).

A. Valor de beneficios (PER)

El valor de los beneficios sirve para determinar el valor de las acciones, multiplicando la utilidad neta anual por un coeficiente denominado PER (*price earning ratios*¹).

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{beneficio}$$

B. Valor de los dividendos

De acuerdo con este método, el valor de una acción se define como el valor actual neto de los dividendos que se esperan recibir. Para dividendos perpetuos, su valor puede expresarse con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor de las acciones} = \frac{DPA}{K_e}$$

¹ El PER es un indicador que refleja la relación entre el precio de las acciones de una empresa y el valor de sus beneficios netos.

Donde:

DPA = dividendo por acción.

Ke = rentabilidad exigida a las acciones.

En el caso que los dividendos crezcan a una tasa constante anual (g), el valor se calcularía de la siguiente manera:

$$\text{Valor de las acciones} = \frac{DPA_1}{(Ke - g)}$$

Donde:

DPA₁ = dividendos que serán repartidos al próximo año.

C. Múltiplos de las ventas

Esta metodología es utilizada con cierta frecuencia en algunos sectores de empresas con márgenes similares, se halla multiplicando las ventas por un número o múltiplo de empresas similares. Dicho múltiplo se calcula de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda financiera neta}}{\text{Ventas}}$$

D. Múltiplo EBITDA

Este es uno de los múltiplos más utilizados a la hora de valorar empresas. Sin embargo, Fernández indica que posee algunas limitaciones; por ejemplo, no toma en cuentas los cambios de las necesidades operativas de fondos (NOF) y tampoco considera el incremento en activos.

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Capitalización bursátil} + \text{Deuda financiera neta}}{\text{EBITDA}}$$

E. Otros múltiplos

Otros métodos que se utilizan con frecuencia son:

- Valor de la empresa/BAIT
- Valor de la empresa/*cash flow* operativo
- Valor de las acciones/valor contable

Para valorar una empresa a través de los múltiplos, es necesario que se utilicen múltiplos de empresas similares.

1.1.1.3. Flujo de caja descontado

Según Damodaran, este es el enfoque sobre el cual se construyen los demás; el fundamento de este enfoque se encuentra en la regla del valor presente, donde el valor de cualquier activo es el valor actual de los flujos de efectivo futuros que pueda generar.

En este método, el valor de un activo es el valor presente de sus flujos de caja esperados, descontados con una tasa que refleje el riesgo de estos flujos. Según Damodaran en su libro *Damodaran on Valuation* (1994), los activos con altos flujos de caja y predecibles tendrán mayor valor que los activos con bajos flujos y muy volátiles.

De acuerdo con Fernández (2015) para determinar los flujos de caja descontados se deben realizar proyecciones detalladas de cada una de las partidas financieras. Según este autor existen tres métodos que

utilizan los flujos de caja descontados: *free cash flow*, *cash flow* para los accionistas y *capital cash flow*.

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos se derivan de la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + V_n}{(1+k)^n}$$

La fórmula anterior podría suponer que solo se está tomando en cuenta una duración temporal; sin embargo, se puede determinar una duración indefinida de los flujos a partir de un determinado año, suponiendo que estos van a tener una tasa de crecimiento constante (g) y podrán ser traídos a valor presente con la siguiente fórmula.

$$VR_n = CF_n(1+g)/(K-g)$$

Por otro lado, de acuerdo con las expectativas de la empresa a analizar, se puede suponer que el valor de una empresa en un determinado momento irá perdiendo valor, debido a que muchos negocios van perdiendo sus ventajas competitivas con el pasar de los años.

Como se explicó líneas arriba, del flujo de caja descontado se pueden derivar tres métodos (*free cash flow*, *cash flow* para los accionistas y *capital cash flow*), para cada uno de ellos se utiliza una tasa de descuento diferente (Ver Tabla 1).

Tabla 1: Tasas de descuento, según flujo de fondo

Flujo de fondos	Tasa de descuento
CFac: Flujo de caja de los accionistas	Ke: Rentabilidad exigida a las acciones
CFd: Flujo para la deuda	Kd: Rentabilidad exigida a la deuda
FCF: <i>Free cash flow</i>	WACC: Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
CCF: <i>Capital cash flow</i>	WACC antes de impuestos

Fuente: Fenández, P. (2015). Valoración de empresas. Extraído el 12 de marzo del año 2017 de <http://web.iese.edu/pablofernandez/LibroVyS/Indice26mayo2015.pdf>

Elaboración: Propia.

El flujo de caja libre o *free cash flow* permite determinar el valor de la empresa total. Por su parte, el flujo para los accionistas sirve para conocer el valor de las acciones, mientras que el flujo para la deuda permite saber cuál es el valor de la deuda en el mercado actual.

- **Free cash flow**

A este flujo también se le conoce como el flujo operativo después de impuestos, cabe resaltar que no toma en cuenta la deuda financiera. Es decir, es el dinero que los accionistas podrían repartirse después de cubrir las necesidades operativas de fondos y de la reinversión de activos fijos, bajo el supuesto de que no existen cargas financieras. Para el cálculo de los flujos de caja libres se tiene que hacer una previsión del dinero que se recibirá y se deberá desembolsar.

Para armar el *free cash flow* se debe tomar el beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT), o a lo que también se le conoce como utilidad operativa, al cual se deberá calcular directamente los impuestos; de esa manera se obtendrá la utilidad neta pero sin tomar en cuenta los gastos financieros. A este resultado se debe sumar la depreciación y amortización, pues no

constituye una salida de dinero, sino que se utiliza para ajustes contables; luego se debe restar la inversión en nuevos activos fijos y las necesidades operativas de fondos. Así se obtendrán, finalmente, los flujos de caja libres.

$$FCF = [BAIT \times (1 - T)] + \text{Amortización} - \Delta \text{Activos fijos} - \Delta \text{NOF}$$

Como menciona Fernández en su libro “Valoración de empresas”, los flujos de caja libre suponen la ausencia de financiamiento por parte de la empresa para enfocarse en el rendimiento económico de la empresa después de impuestos. El autor señala que si la empresa no tuviera deuda, el *free cash flow* sería igual al flujo para los accionistas.

- **Flujo para los accionistas**

Este flujo es calculado restando al flujo de caja libre, los préstamos y gastos financieros de cada periodo y se suma la nueva deuda. Así, los flujos que se reparten a los accionistas son los que se obtienen después de haber realizado la inversión en activos fijos, cubrir las necesidades operativas de fondo y de haber pagado los gastos financieros y devolver el principal de la deuda. La siguiente fórmula explica lo señalado anteriormente:

$$CFac = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1 - T)] - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}$$

Fernández destaca que a la hora de realizar las proyecciones, los dividendos esperados deben ser iguales a los flujos para los accionistas. Por otro lado, indica que al actualizar el flujo de los accionistas se

están valorando las acciones de la empresa; en ese sentido, la tasa de descuento que se utilizará será la rentabilidad que exijan los accionistas (K_e).

- **Capital Cash Flow**

Este flujo es la suma del flujo de caja para los poseedores de deuda más el flujo de las acciones. El capital cash flow puede representarse por la siguiente fórmula:

$$CCF = CF_{ac} + CF_d = CF_{ac} + I - \Delta D$$

A. Cálculo del coste medio ponderado de capital o WACC

Para obtener el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre, se debe utilizar una tasa de descuento, la cual permitirá traer a valor presente los flujos. Esta tasa de descuento representa la rentabilidad exigida promedio de los accionistas y los poseedores de deuda. La ponderación de la rentabilidad de la deuda (K_d) y de las acciones (K_e) se realiza en función a la estructura financiera de la empresa.

Cada empresa tiene una estructura óptima de capital, que se determina como aquella mezcla de deuda y acciones, la cual maximiza el valor de las acciones y, conlleva a minimizar el costo de capital.

Los diversos tipos de deudas, de acciones preferentes y comunes, representan en conjunto el capital total con el que la empresa financia sus activos y sus actividades.

El capital es un factor importante y necesario para la producción, y tiene un costo; el costo de cada elemento

representa el costo específico de una determinada fuente de capital sea deuda, acciones preferentes o acciones comunes.

Las empresas no emplean las distintas formas de financiamiento de capital en las mismas proporciones, por ello es que cada una tiene un peso diferente en el total de su financiamiento. Para ello es preciso que se calcule el costo de capital total de la empresa como el costo promedio ponderado de todas las fuentes de capital a través del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

$$WACC = \frac{EKe + DKd(1 - T)}{E + D}$$

Donde:

D = valor del mercado de la deuda.

E = valor de mercado de las acciones.

Kd = coste de la deuda antes de impuestos.

Ke = rentabilidad exigida a las acciones.

T = tasa impositiva.

E. Cálculo del coste de capital

De acuerdo con Fernández, los flujos esperados para los accionistas (CFac) suelen ser más riesgosos que los flujos que ofrecen, por ejemplo, los bonos del Estado, e inclusive que los flujos de la deuda de la empresa (Kd). Es por ello que la rentabilidad exigida por los accionistas es mayor que la tasa libre de riesgo (R_f) y que la rentabilidad exigida a la deuda (K_d). Una forma de calcular Ke es mediante la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \text{Prima de Riesgo de la Empresa}$$

Otros analistas calculan K_e en base al modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon y Saphiro.

$$K_e = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

Donde:

Div_1 = dividendos a percibir en el periodo siguiente =

$$Div_0 (1 + g)$$

P_0 = precio actual de la acción.

g = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Por su parte, otra forma de calcular el K_e es a partir del CAPM (*capital asset pricing model*), que se representa bajo la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta P_M$$

Donde:

R_f = tasa libre de riesgo

β = Beta de la acción.

P_M = prima de riesgo del mercado.

Según Sharpe (2000), el CAPM estudia las decisiones que toma el inversionista en el mercado de valores, en base a una distribución normal de probabilidades, mide la rentabilidad esperada y el riesgo asumido, en otras palabras, la desviación estándar de los resultados en relación al valor esperado. De esta forma, el

inversionista toma sus propias decisiones de inversión comparando su riesgo y la rentabilidad que espera, con lo que ofrece el mercado, designado como precio de equilibrio del riesgo.

Para la elaboración del Modelo CAPM se asumen los siguientes supuestos:

- Los inversores son personas adversas al riesgo.
- Los inversores cuidan el equilibrio entre el retorno que esperan y la variabilidad asociada para constituir y armar sus portafolios.
- No hay fricciones o fallas en el mercado
- Existe una tasa libre de riesgo, por la que los inversores pueden endeudarse o poner fondos.
- No hay asimetría de la información y los inversores son racionales, lo cual no quiere decir que todos tienen las mismas conclusiones acerca de los rendimientos que esperan y de las desviaciones estándar de los portafolios posibles.

El CAPM es un modelo muy sencillo y fácil de utilizar, que permite estimar el costo de capital con imparcialidad y sentido común, donde se considera también el riesgo relacionado a cada alternativa de inversión. Según L. Damrauf, Guillermo. (2010) para poder determinar el rendimiento exigido a una acción, se siguen los siguientes pasos:

- Se hace la estimación de un rendimiento libre de riesgo (por lo general, la tasa de los bonos del tesoro estadounidense).
- Se calcula el beta de la acción; el beta determina la sensibilidad del rendimiento de la acción con

los rendimientos del mercado: si, por ejemplo, en el mercado se ve una subida de 10% y la acción de una empresa X sube 20%, refleja que la acción tiene el doble de riesgo que el mercado y su beta sería igual a 2.

- Se hace la estimación del rendimiento del mercado (R_m), la cual es una expectativa matemática.
- Se suma al rendimiento libre de riesgo, la prima de riesgo, que es igual al beta por la diferencia entre R_m y R_f .
- Por último, se calcula el rendimiento esperado de la acción con la fórmula indicada líneas arriba.

Cabe resaltar que en algunos países es difícil poder calcular la tasa libre de riesgo y/o la rentabilidad del mercado, por lo que una variante del CAPM puede ser utilizar los datos del mercado estadounidense, a los cuales debe sumarse el riesgo país de donde se encuentra la empresa.

Por otro lado, es importante mencionar los principales factores que incurren en el tamaño del coste del capital de una empresa, según Mascareñas (2001) son cuatro:

- **Las condiciones económicas:** Este es determinado por la oferta y demanda de capital, y también por el nivel esperado de inflación. Esta variable se refleja en el tipo de interés sin riesgo, por lo que éste se compone del tipo de interés real pagado por el Estado y de la tasa de inflación esperada. Cuando cambia la demanda de dinero con relación a la oferta, los inversionistas

modifican su tasa de rendimiento requerida. De esta manera, si se produce un aumento de la demanda sin que la oferta reaccione proporcionalmente, los inversionistas elevarán su rendimiento requerido. De la misma forma se producirá si se espera un aumento de la inflación. Sin embargo, si aumenta la oferta monetaria o se espera un descenso del nivel general de precios, se producirá una disminución del rendimiento requerido.

- **Las condiciones del mercado:** Cuando aumenta el riesgo, el inversionista exigirá una mayor tasa de rendimiento esperada, y viceversa si es que disminuyera. A la diferencia entre el rendimiento requerido de un proyecto de inversión con riesgo y al de otro idéntico pero falto de éste se le denomina prima de riesgo, por tal motivo, cuanto mayor sea el riesgo, la prima también será mayor y viceversa. Si, además, el activo es difícilmente re vendible porque el mercado en el que se transa es bastante ajustado, existirá una importante prima de liquidez que aumentará aún más el rendimiento mínimo exigido.
- **Las condiciones financieras y operativas de la empresa:** Para estas condiciones el riesgo o la variabilidad del rendimiento procede de las decisiones que realiza la empresa. El riesgo se divide en dos clases; el riesgo económico, que se refiere a la variación del rendimiento del activo de la firma y de las decisiones de inversión de la empresa, y el riesgo financiero que se refiere a la variación en el rendimiento alcanzado por los accionistas ordinarios de la empresa como

resultado de las decisiones de financiación. Cada vez que se presenten estos riesgos y que los mismos aumenten también generan que aumente el rendimiento requerido y, por ende, el coste del capital.

- **La cantidad de financiación:** Cuando las empresas tienen mayores necesidades de financiación, el costo de capital de la misma también varía por diferentes razones. Una de ellas es que si la empresa decide emitir títulos, la firma debe asumir los costos de emisión o de flotación, los cuales serán menores si son emitidos en gran volumen, pero a la vez si este volumen de títulos es mayor en comparación con el tamaño de la empresa, creará incertidumbre en los inversionistas, causando que esperen un rendimiento más alto y el costo de capital también aumentará. En algunas situaciones, el riesgo puede ser eliminado mediante una eficiente diversificación, a los cuales se les considera como riesgos específicos o no sistemáticos como, el riesgo económico, el riesgo de liquidez, el riesgo financiero, etc., ya que todos los mencionados pueden ser eliminados realizando una diversificación eficiente del dinero, en cambio hay otros casos donde el riesgo no se puede reducir más allá de un valor determinado, los cuales se les conoce como riesgos sistemáticos, por ejemplo, el riesgo de inflación, el riesgo de interés, entre otros. Es primordial saber esta diferenciación porque la prima de riesgo de cualquier proyecto de inversión sólo incorpora el riesgo sistemático al que está

expuesto dicho proyecto y no su riesgo específico, el que se debió eliminar adecuadamente mediante una eficiente diversificación.

F. Cálculo de la prima de riesgo de mercado

Una de las preguntas que surge a la hora de calcular la tasa de descuento de capital es cuál es la prima de riesgo de mercado y cómo debe ser calculada. Fernández (2015) explica siete métodos para calcularla:

- Utilizar datos históricos que comparen la rentabilidad de las acciones con la rentabilidad de los activos libres de riesgo.
- En base a la ecuación de Gordon y Saphiro, que permite obtener el precio de las acciones a través del descuento de dividendos, en el supuesto de que estos crezcan a una tasa constante anual (g). Estos autores sostenían que el costo de capital (Ke) es la rentabilidad que se exige al mercado, por lo que debe ser igual a la rentabilidad esperada por el mercado. Es decir:

$$Ke = E(R_M) = R_f + P_M$$

Se sabe que con una tasa de crecimiento constante anual, Ke es igual a:

$$Ke = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

Reemplazando K_e en la primera fórmula y despejando la prima de riesgo, se obtiene la siguiente fórmula:

$$P_M = \frac{Div_1}{P_0} + g - R_F$$

- También se puede calcular la prima de riesgo mediante encuestas a inversionistas o analistas.
- En base a la TIR de los dividendos, de acuerdo con esta metodología, la prima de riesgo es la resta de la TIR de los dividendos esperados y la tasa libre de riesgo.
- Otro método es en base al inverso del PER, aquí se relaciona la capitalización (P) y el valor contable de las acciones (VC) de una determinada empresa que mantenga un crecimiento constante (g).

$$\frac{P}{VC} = \frac{ROE - g}{K_e - g}$$

Suponiendo que $g = 0$, entonces:

$$K_e = \frac{ROE \times VC}{P} = \frac{BFO}{P} = \frac{1}{PER}$$

Por lo tanto, la prima de mercado sería:

$$P_M = \frac{1}{PER} - R_F$$

Sin embargo, es importante mencionar que no es muy creíble que la tasa de crecimiento sea 0.

G. Cálculo de la beta

De acuerdo con Damodaran (2002), en el *capital asset pricing model*, todo el riesgo del mercado está capturado en la beta; de esa manera beta representa la volatilidad de un determinado activo cuando varía el rendimiento del mercado en el que negocia. Beta se define como la covarianza del activo que se está valorando entre la varianza del portafolio del mercado.

$$\text{Beta de un activo } i = \frac{\text{Covarianza del activo } i \text{ con el portafolio del mercado}}{\text{Varianza del portafolio del mercado}} = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Dado que la covarianza del mercado con el mismo es su varianza, la beta del mercado es igual a 1. Por lo tanto, activos que son más riesgosos que el promedio tendrán betas mayores a 1 y los activos que son menos riesgosos que el promedio, tendrán betas menores que 1. Un activo sin riesgo tiene una beta de 0.

La beta que se utiliza en el cálculo de K_e incluye la deuda de la empresa por lo que se le denomina beta apalancada y se representa con el siguiente símbolo, β_L ; mientras que la beta sin apalancar es representada por el símbolo β_u .

Bajo el supuesto que la empresa no mantuviera deuda, entonces el riesgo financiero desaparece y beta representaría solo el riesgo sistémico operativo de la empresa. Fernández (2006) utiliza la siguiente fórmula para apalancar las betas:

$$\beta_L = \beta_u + \frac{(\beta_u - \beta_d) \times D(1 - T)}{E}$$

Donde:

β_L = beta apalancada.

β_u = beta desapalancada.

β_d = beta de la deuda = (Costo de la deuda – R_f) / Prima de riesgo de mercado.

D = deuda.

E = patrimonio.

T = tasa impositiva.

1.1.1.4. Valor empresarial y valor *equity*

El valor empresarial o *enterprise value*, calculado a partir del flujo de caja descontado², es el valor total que tiene una empresa para los inversores, accionistas, proveedores y acreedores financieros, en conjunto. Sin embargo, a través del valor empresarial no se obtiene el valor de la empresa para los accionistas.

$$\text{Valor empresarial} = \text{Valor equity} + \text{Deuda} - \text{Efectivo}$$

Por su parte, el valor equity es el valor que realmente es importante para los accionistas de una empresa, ya que así se podrá hallar el valor real de las acciones. Para calcular el valor equity se resta la deuda a corto y largo plazo y se suma el efectivo que tiene la empresa.

Vale hacer la aclaración que existen dos tipos de efectivo o caja.

² El valor empresarial es el calculado al descontar y traer a valor presente los flujos de caja descontados con la tasa de coste promedio ponderado de capital (WACC).

- **Caja funcional:** es el dinero que necesita la empresa para cubrir sus necesidades operativas de fondos.
- **Caja excedente:** es el dinero adicional que la empresa ha acumulado a lo largo de los años.

$$\text{Valor equity} = \text{Valor empresarial} - \text{Deuda} + \text{Efectivo}$$

1.2. Estructura de capital

Uno de los asuntos más importantes de las finanzas es cómo una empresa debe seleccionar su estructura de capital, la cual es la cantidad total de deuda, patrimonio y otros valores que una empresa tiene en circulación.

En el momento en el que una empresa necesita recaudar nuevos fondos para poder realizar sus inversiones, esta debe decidir qué tipo de garantía de financiación emitirá para los inversionistas, cuáles son las consideraciones que debe tener presente en la decisión y cómo estas podrían afectar el valor de la empresa.

La estructura de capital de una empresa también se puede perjudicar por las decisiones respecto a si se decide acumular dinero en efectivo, pagar dividendos o pagar deuda, o efectuar recompras de acciones.

1.2.1. Teorías de la estructura de capital

1.2.1.1. Modigliani & Miller

Los autores de esta teoría son dos economistas norteamericanos, que ganaron el premio Nobel en economía, donde a través de sus proposiciones explican en detalle los supuestos de la estructura de capital, los cuales se desarrollan en dos escenarios: un mundo sin impuestos y en el que existen impuestos.

En 1958, con la abstracción de impuestos demostraron que la elección de la estructura de capital no afectaba el valor de la empresa, este resultado se cumple en mercados de capital perfectos donde se tienen presentes los siguientes supuestos.

- Los inversionistas y empresas pueden comercializar sus valores a un precio de mercado competitivo igual al valor presente de sus flujos de efectivo futuros.
- No hay costos de transacción, impuestos, que estén asociados a la comercialización de valores.
- Las decisiones de financiación que tome la empresa no cambian los flujos de efectivo producidos por sus inversiones, ni tampoco delatan nueva información acerca de ellas.

Modigliani y Miller (1958) exponen las siguientes proposiciones de su teorema:

- **Proposición I:** En mercados perfectos, el valor de mercado de una empresa es autónoma de su estructura de capital, el cual se obtiene descontando los flujos de caja esperados de los activos a una tasa K_0 , indistintamente de cómo sea su financiación. De esta manera, la estructura de capital no perjudicará al valor de mercado de la empresa ni tampoco la riqueza o bienestar de sus accionistas.

$$V = \frac{X}{K_0}$$

- **Proposición II:** La tasa que se espera de la rentabilidad de las acciones de una organización es una función lineal del nivel de endeudamiento. Es así que cuando la empresa emplea mayor nivel de endeudamiento, el costo de los fondos propios se incrementará de forma lineal. Por ello, la rentabilidad que pueden esperar recibir los accionistas de sus acciones aumenta de la misma forma que el ratio de endeudamiento de la empresa crece.

$$K_e = K_o + (K_o - K_i)D/S$$

Donde:

K_o: CPPC (costo promedio ponderado del capital) en un escenario sin impuestos.

K_i: Tasa de interés o costo de la deuda.

K_e: Rendimiento esperado o costo del capital social.

D: Valor de la deuda.

S: Valor de mercado del capital propio

- **Proposición III:** De acuerdo a las decisiones de inversión, a los accionistas o acreedores, la forma en que la empresa pueda financiarse les es indiferente ya que no perjudica su riqueza.

En 1963, los economistas plantean su teorema incluyendo impuestos e introducen la posibilidad de que a los impuestos se les pueda descontar los gastos financieros. Debido a las críticas y que las empresas se encuentran en un mercado con imperfecciones, deciden

corregir su primer artículo, donde se dan cuenta de la gran ventaja fiscal que tienen las deudas.

Se manifiestan tres cuestiones, entre ellas las siguientes:

- En los mercados imperfectos, las decisiones de financiamiento pueden afectar el valor de la empresa, por ello puede existir una estructura óptima de capital, la cual es determinada por factores como impuestos, costes de quiebra y costes de agencia.
- Las restricciones o costes de ajuste son otra imperfección del mercado y pueden supeditar el proceso de ajuste, de tal forma que las empresas no pueden cumplir con el ajuste si se limitan a conservar patrones de ajuste parcial.
- Las imperfecciones del mercado pueden ocasionar importantes interacciones o interdependencias entre las decisiones de financiación e inversión.

Al incluir los impuestos, los mismos afectan los flujos de caja que perciben los accionistas y limitan la estructura de capital ya que las cargas financieras procedentes de la deuda pueden ser deducibles fiscalmente. Además se debe tomar en cuenta cómo influye el impuesto de las personas físicas a los rendimientos recibidos por los accionistas y a los intereses de la deuda percibida por los acreedores. Por dichas razones, se debe considerar el impacto simultáneo que tienen los impuestos sobre el valor de la empresa y los flujos de fondos que perciben los

accionistas y acreedores de acuerdo a la proporción de deuda que hay en su pasivo.

El valor de una empresa no apalancada, que está financiada totalmente con recursos propios, es el valor presente de sus flujos de efectivo descontando al costo de su capital social.

$$V_u = \frac{UAI(1 - T_c)}{k_o}$$

Donde:

V_u: Valor presente de una empresa no apalancada

UAI: Utilidades antes de intereses e impuestos

T_c: Tasa fiscal corporativa

k_o: Costo de capital de una empresa totalmente financiada con recursos propios

k_d: Costo de la deuda

D: Deuda

Para poder determinar el valor de una empresa apalancada (V_L), es necesario añadir el valor presente de la protección fiscal que proviene de la deuda.

$$V_L = \frac{UAI(1 - T_c)}{k_o} + \frac{T_c k_d D}{k_d}$$

Donde se realiza el reemplazo:

$$V_L = V_U + T_c B$$

El mayor valor de una empresa apalancada se daría cuando está totalmente financiada con deuda. Pero en la vida real las empresas ni las personas pueden

endeudarse completamente, ya que dicha situación no da buenas señales al mercado, lo cual ocasionaría costos de quiebra.

Por ello la ecuación de la Proposición I y II dadas por Modigliani & Miller son replanteadas.

$$\frac{UAI_{VL}}{V_L} = K_O - T_C(K_O - K_d) \frac{D}{V_L}$$

$$k_s = k_o + \frac{D}{E}(1 - T_C)(k_o - k_d)$$

Donde, k_s se refiere al costo de capital social de una empresa apalancada, y al costo de la deuda, ahora se tiene que aplicar el efecto del impuesto multiplicado por $(1-T)$, ya que los intereses se deducen de los impuestos, de esta manera el costo de capital con impuestos sería el siguiente:

$$Ck = \frac{B}{V_L} k_d(1 - T_C) + \frac{E}{V_L} k_s$$

Los costes de quiebra se dan cuando la empresa tiene insolvencia y se incrementa con el endeudamiento, estos pueden diferenciarse de los costos directos e indirectos de quiebra. Entre los directos se dan los costos causados por la liquidación de la empresa, los gastos administrativos que la empresa debe asumir durante el curso de quiebra y la pérdida de las deducciones de los impuestos que la empresa pierde por no tener solvencia.

Por lo expuesto, los inversionistas o accionistas no se mostraran incentivados a invertir en una empresa con mucha deuda y si por alguna razón lo hacen, ellos pedirán rendimientos muy altos por el riesgo que

perciben, lo cual ocasionará que el costo de capital se eleve.

Los costos de agencia a los que la empresa también está expuesta, son los conflictos causados por los intereses de los accionistas, inversionistas, acreedores, los cuales si no están alineados ocasionan diferentes costos que debe asumir la empresa por asimetrías informativas y que pueden afectar la estructura de capital e influir en el valor de la empresa en el mercado.

1.2.1.2. Trade off o modelo estático

Este modelo no tiene un autor en específico, porque en este están agrupadas todas aquellas teorías o modelos que sostienen que existe una composición de deuda y capital óptimo, que permite maximizar el valor de la empresa, que se obtiene cuando se equilibran los beneficios y los costos de la deuda.

Este modelo sugiere que la estructura financiera óptima de las organizaciones sea determinada por la interacción de las fuerzas competitivas que influyen sobre las decisiones de financiamiento. Estas fuerzas son las ventajas impositivas del financiamiento con deuda y los costos de quiebra. Debido a que los intereses pagados por el endeudamiento se deducen de la base impositiva del impuesto sobre la renta de las empresas, su solución óptima sería convenir la mayor deuda posible.

Pero cuanto mayor se endeuda una empresa hay más probabilidades de enfrentar problemas financieros, siendo el más grave la quiebra.

Algunas de las investigaciones que también dan aportes a los lineamientos del Trade Off son:

- En el modelo expuesto por Jensen y Meckling (1976) existe para la empresa una estructura óptima de capital cuando se compensan los costos de la deuda con los beneficios de la misma.
- Bradley, Harrell y Kim (1984) realizaron un estudio sobre la presencia de una estructura óptima de capital, la cual fue analizada desde el punto empírico y teórico. En primer lugar muestra la importancia sobre los cuestionamientos de M&M, luego se basan en los resultados obtenidos por la década de 1970 en donde concluyen en algunos estudios que existe una estructura óptima de capital cuando se equilibran las ventajas fiscales de la deuda con el valor actual de los costes de quiebra. También mencionan acerca de los hallazgos de Miller (1977), sobre las condiciones de ventaja fiscal de la financiación de la deuda a nivel de la organización, la cual es compensada por la desventaja fiscal de la deuda a nivel personal.

Desde esa coyuntura se han realizado muchos estudios, donde tratan de ajustar o conciliar el modelo de Modigliani y Miller con la teoría de equilibrio de la estructura óptima de capital. También se tienen presente los estudios que realizaron De Angelo y Masulis (1980, p.460), quienes recalcan la existencia de otros ahorros fiscales que son diferentes a la deuda, tales como la depreciación contable, reservas por agotamiento y los créditos tributarios a la inversión; en estas situaciones, la protección fiscal puede ser reiterativa en empresas donde sus utilidades sean

deficientes para compensar las deducciones fiscales en dilatados períodos

1.2.1.3. Teoría del intercambio

En esta teoría de intercambio, se pondera los beneficios de la deuda, los cuales protegen los flujos de efectivo de los impuestos contra los costos de dificultades financieras que están asociados con el apalancamiento. Según Berk, J & Demarzo, P dicen que el valor total de una empresa apalancada es igual al valor que tiene sin apalancamiento más el valor presente del escudo fiscal por los intereses de su deuda, menos el valor de los costos causados por dificultades financieras:

$$V^L = V^U + VP(\text{Escudo fiscal por intereses}) - VP(\text{Costos por dificultades financieras})$$

En la ecuación se puede ver que el apalancamiento tiene costos como también beneficios; las empresas tienen un estímulo para elevarlo, de esta manera puedan servirse de los beneficios fiscales de tener deuda. Sin embargo cuando se tiene mucha deuda es posible que haya riesgo de incumplimiento, y por lo mismo, de incidir en costos de dificultades financieras.

La posibilidad de que una empresa tenga dificultades financieras va a depender de que la misma sea incapaz de cumplir con sus compromisos de deuda, y por ello que incumpla. Esta probabilidad aumenta con la cantidad de obligaciones que tiene la empresa, que estén relacionados a sus activos. Además también se eleva con la volatilidad de los flujos de efectivo y los valores de sus activos. Por ello, las empresas con flujos permanentes y confiables, son capaces de usar niveles

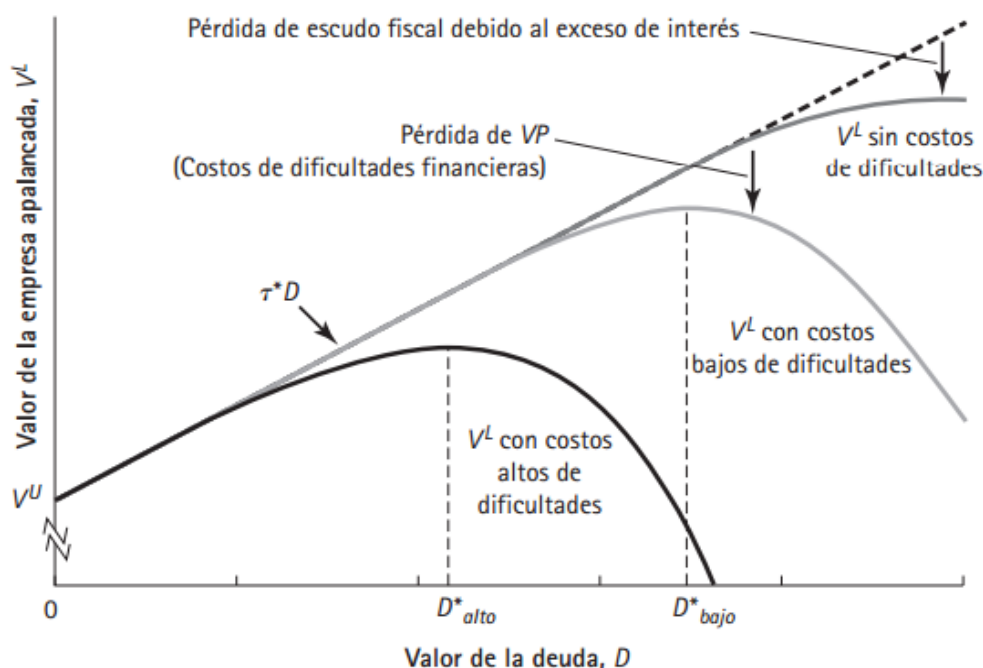
altos niveles de deuda y aun así tener una probabilidad muy baja de incumplir. En cambio las empresas cuyo valor y flujos de efectivo son muy volátiles deben tener niveles mucho menores de deuda para así poder evitar un significativo riesgo de incumplimiento.

Es complicado poder calcular con exactitud el valor presente de los costos por dificultades financieras, ya que son dos, los factores cualitativos que lo determinan:

- La probabilidad de que haya dificultades financieras.
- La magnitud de los costos luego de que la empresa está en problemas.

El apalancamiento óptimo, en la siguiente figura se puede apreciar que el valor de una empresa apalancada V^L , conforme al nivel de deuda permanente, D , respecto a la ecuación. La empresa sin deuda tiene el valor de V^U y para los niveles bajos de la misma, también tiene bajo el riesgo de incumplimiento y el producto principal, al elevar el apalancamiento genera el aumento del escudo fiscal por los intereses, el cual tiene por valor presente τ^* , que viene a ser el atributo fiscal. Si es que no acontecieran costos por las dificultades financieras, el valor de la empresa se incrementaría junto con la misma tasa, hasta que el interés sobre la deuda rebase las utilidades antes de impuestos e intereses de la compañía antes de que se acabe el escudo fiscal.

Figura 1: Apalancamiento óptimo con impuestos y costos de dificultades financieras



Fuente: Berk, J & Demarzo, P. (2008). Finanzas Corporativas. Extraído el 21 de marzo del año 2017.

[file:///C:/Users/Rodrigo/Downloads/\[EBOOK\]1%20Finanzas%20Corporativas Berk 1ra%20\(1\)%20\(4\).pdf](file:///C:/Users/Rodrigo/Downloads/[EBOOK]1%20Finanzas%20Corporativas Berk 1ra%20(1)%20(4).pdf)

El nivel óptimo de deuda D^* , se da cuando estos efectos se mueven o balancean y V^L es maximizado y D^* será menor para las compañías que tengan mayores costos de dificultades financieras.

Esta teoría sugiere que las compañías deben aumentar su nivel de apalancamiento hasta que se alcance el nivel D^* y de esta forma el V^L sea maximizado. Por ello, los ahorros en impuestos que surgen del incremento del apalancamiento son anulados por la mayor probabilidad de caer en costos de dificultades financieras.

La teoría contribuye a solucionar dos enigmas acerca del apalancamiento. Uno de ellos es, que la presencia de los costos de dificultades financieras explican la razón de por qué las empresas escogen niveles de deuda demasiado bajos como para que puedan beneficiarse

del escudo fiscal por intereses. Y el último es que las diferencias entre la magnitud de los costos de dificultades financieras y la volatilidad de los flujos de efectivo aclaran las diferencias entre industrias en el uso de apalancamiento.

1.2.1.4. Teoría de la jerarquía financiera o Pecking Order Theory

Esta teoría se basa en la existencia de la información asimétrica, con relación a las oportunidades de inversión y activos, entre las empresas y los mercados de capitales. Mayormente, los directores de una organización suelen tener mejor información sobre el estado de la empresa en comparación con los inversores externos.

También por los costos de transacción que se dan por la emisión de nuevos títulos, por eso las empresas tienen que asumir aquellos costos que son resultado de la información asimétrica.

Por ello, las empresas se inclinan por financiar sus inversiones con autofinanciación, luego deuda sin riesgo, posteriormente deuda con riesgo, y por último, con acciones, para así minimizar los costos mencionados.

La teoría de la jerarquía de preferencias adopta estas ideas para llevar a cabo su desarrollo e indica que hay un orden de selección de las fuentes de financiamiento. Se puede resumir la manera en que funciona la Teoría de Pecking order de Myers (1984) con cuatro enunciados que la sustentan:

- Las empresas optan por la financiación interna.

- La tasa de reparto de dividendos estimada se ajusta a las oportunidades de inversión
- Pese a que la política de dividendos es fija, las fluctuaciones en la rentabilidad y las oportunidades de inversión son inesperadas o impredecibles, con lo que los flujos de caja originados internamente pueden ser mayores o menores a sus gastos de capital.
- Si se necesita de la financiación externa, la organización emite primero los títulos más fiables, los cuales son: primero deuda, luego títulos híbridos como obligaciones convertibles, y como último recurso los recursos propios para la obtención de fondos.

Respecto a las teorías del Trade Off y del Pecking Order, muchos autores se hacen el cuestionamiento de cómo deben ser financiadas sus operaciones y cuáles son los factores que influyen dicha opción escogida. Las investigaciones se realizaron desde la participación de Myers (1984), quien sostiene las razones claves para cada una de las teorías. Primero sobre la teoría del Trade Off que conlleva a instaurar una estructura óptima, la misma que sirve de base para eliminar progresivamente las desviaciones de la media que se han fijado como meta. Y de acuerdo al Pecking Order, su implicación se refiere al riguroso orden de la financiación, en donde se manifiesta que la empresa se inclina por los fondos internos a los externos y tienen en cuenta determinantes que se basan en la selección adversa y la teoría de la agencia. Los autores que realizaron el estudio, analizan los diferentes aspectos de

cada teoría con el fin de demostrar empíricamente la validez de sus razonamientos.

1.3. Modelos de valoración y estructura de capital

A continuación se explican los modelos en los que se basará el modelo propuesto de valoración a través de la optimización de estructura de capital, en la presente tesis.

El Modelo de Valoración dado por Pablo Fernández (2008), plantea los principales objetivos por los que se realiza una valoración y los métodos más utilizados para realizar la misma mediante un análisis de mercado y competidores. Para luego pronosticar los flujos futuros, y actualizarlos con el costo promedio ponderado de capital y así determinar el valor de la empresa. Cabe resaltar que el autor señala que el mejor método para valorar una empresa es el *free cash flow*.

El Modelo Eficiente de Estructura de Capital desarrollado por Duván Grajales (2008) explica básicamente el impacto de la estructura de capital en el valor de una determinada compañía, incluyendo tres características en particular: flexibilidad en cuanto a las inversiones que pueda realizar una empresa, incorporación del costo de capital dentro del modelo, y toma en cuenta la presencia de riesgos.

El Modelo Propuesto en la presente tesis es una combinación de los dos mencionados anteriormente donde se realizará la valoración mediante el modelo de flujo de caja descontado y se determinará la estructura de capital idónea que permita maximizar el valor de la empresa.

En primer lugar se pretende realizar el análisis del sector para poder identificar los factores más importantes que mueven al mismo. Luego se analizará la información de la empresa; es decir, los estados financieros históricos y así se determinará la situación real de la empresa, dicha información ayudará con las proyecciones. Posteriormente, se formularán los supuestos, en base a los factores que más afectan al desarrollo y crecimiento de la empresa, estos serán identificados mediante el análisis del sector y la empresa, previamente realizados, con toda esta información se podrá proyectar los estados financieros

y los flujos de caja de la empresa. Por otro lado, se determinará la tasa de descuento adecuada que refleje el riesgo de los inversionistas y acreedores, teniendo en cuenta que para cada año, la estructura de capital será diferente. También se estimará el valor residual de la empresa y finalmente se procederá a descontar los flujos con el costo promedio ponderado de capital, de esta manera se hallará el valor equity y el precio de la acción. Por último se realizará un análisis de sensibilidad con los principales factores que afecten al valor de la empresa.



Tabla 2: Modelos de valoración

Modelo de valoración		Modelo Eficiente de Estructura de Capital (MEEC)		Propuesta	
Planteamiento de objetivos	Determinar el propósito de la valoración, si es que la misma se desarrollará por salida a bolsa o por operaciones de compraventa, o para poder identificar las principales fuentes de destrucción o creación de valor, por la elaboración de un plan estratégico, o para determinar el valor de la empresa que cotiza en bolsa, entre otras.	Objetivos	Definir las estrategias de apalancamiento y cobertura que permitan a una determinada empresa manejar su exposición a los riesgos presentes en el mercado. Revisar los componentes (monto, plazo, fuente de financiación, moneda, tasa de interés y productos de cobertura) que forman parte de las estrategias de apalancamiento y cobertura recomendados por el modelo. Validar y aprobar las estrategias recomendadas y determinar los pasos a seguir para su implementación.	Propósito	El propósito de este modelo es determinar el valor de una empresa del sector alimentario peruano, a través de la optimización de estructura de capital. La combinación ideal de financiamiento permitirá a la empresa alcanzar un valor empresarial máximo y a la vez mostrarse como una empresa saludable financieramente ante las clasificadoras de riesgo y sus inversionistas.
Identificación de los métodos de valoración	Describir los principales métodos de valoración de empresas e identificar el adecuado para realizar la valoración de la misma.	Especificación métrica	Este primer paso consiste en definir los indicadores financieros que son importantes para la empresa a analizar como el Flujo de Caja, Utilidad Neta y EBITDA..	Objetivos	Determinar el máximo valor de la empresa, a través de la optimización de su estructura de capital. Determinar el costo promedio ponderado de capital (WACC) para las empresas del sector alimentario peruano. Conocer los principales drivers que mueven al sector.

Análisis Histórico	Elaborar el perfil de la empresa, estimar las tendencias históricas determinando la evolución de la generación de valor de la empresa, de sus inversiones, de financiación, analizar el estado de la empresa y ponderar el riesgo al que está expuesta.	Mapa de exposición de mercado	El mapa de exposición de mercado se realiza según el plan de negocio y el presupuesto de la compañía para los siguientes años. Las proyecciones deben realizarse a 5 o 10 años.	Análisis del sector	El primer paso para desarrollar un modelo de valoración para empresas del sector alimentario peruano es realizar un análisis del sector. De esa manera, se determinarán los principales drivers que influyen en las empresas de este sector.
Análisis Estratégico y competitivo	Determinar la evolución del sector, determinar la posición de la empresa en el mercado y la de sus competidores, identificar cuál es su cadena de valor, analizar la posición de los directivos y empleados de la empresa.	Valoración sin incertidumbre	Proyectar los indicadores financieros principales, balance, estados de resultados y flujo de caja, sin incluir incertidumbre.	Análisis de los estados financieros históricos	En esta parte se determinarán los principales indicadores financieros para la empresa analizada, como ROE, ROA, ROS, EBITDA, ratios de apalancamiento, entre otros. Dicho análisis permitirá conocer la salud financiera de la empresa y la evolución de sus principales cuentas, que servirán de base para las proyecciones.
Pronóstico de los flujos futuros	Proyecciones de los estados financieros como su financiamiento, inversiones, los flujos que genera la empresa, establecimiento de las estrategias, revisión y despliegue de las estrategias.	Generación de escenarios	Se realiza en base a modelos econométricos y estocásticos que permitan conocer la posible evolución futura de algunas variables, por ejemplo: tipo de cambio, tasas de interés o precios de <i>commodities</i> .	Desarrollo de los supuestos para las proyecciones	Determinar las principales variables del mercado que puedan afectar a la empresa y realizar un análisis para determinar las correlaciones e identificar el grado en que pueden afectar las ventas y costos de la organización.

Determinar la rentabilidad exigida de los recursos	Indicar la situación real de la empresa, determinar la rentabilidad que exigen las acciones de la empresa, y estimar el costo de la deuda.	Medición del riesgo	Se calcula el riesgo del mercado de forma estadística y se elabora diferentes escenarios para los indicadores financieros. En este paso se integran dos tipos de modelos: el modelo de simulación de riesgos y el mapa de exposición. El primer modelo sirve para determinar las principales fuentes de riesgo de la empresa y el segundo permite identificar los efectos de estos riesgos sobre el valor de la empresa.	Elaboración del Flujo de Caja Descontado (FCD)	Estimar los flujos de caja libres futuros de los años que se consideren adecuados. Elegir una tasa de descuento que refleje el riesgo de la inversión. Estimar el valor residual de los años considerados. Proseguir con el descuento de los flujos de caja y del valor residual. Y el valor de la empresa será determinado por la suma del descuento de los flujos y el valor residual.
Flujos futuros	Con la tasa requerida actualizar	Estrategia de	Formular las estrategias que	Determinación del	Se hallará una WACC para cada



actualizados	los flujos de la empresa, hallar el valor actual y residual, estimar el valor de las acciones de la empresa.	financiación y coberturas	permitan minimizar los riesgos de mercado a los que está expuesta la empresa. Dichas estrategias pueden elaborarse en base a la estructura de capital (deuda) o a través del mercado de derivados. Asimismo, se enmarcan en tres factores: duración de la deuda, composición de la deuda y coberturas de riesgo.	costo promedio ponderado de capital (WACC)	año proyectado, teniendo en cuenta que la estructura de capital de una empresa no es la misma todos los años.
Interpretación de resultados	Exponer sobre la creación de valor de la empresa, realizar un análisis de sensibilidad, justificación de las estrategias propuestas e interpretar los valores obtenidos.			Valor empresarial y valor <i>equity</i>	Se descontará los flujos proyectados con la WACC hallada para cada año; de esa manera se obtendrá el valor empresarial. Para hallar el valor <i>equity</i> , al valor empresarial hallado se descontará la deuda financiera neta de la empresa. Así se podrá determinar el precio real de la acción.
				Análisis de	De acuerdo a las variables

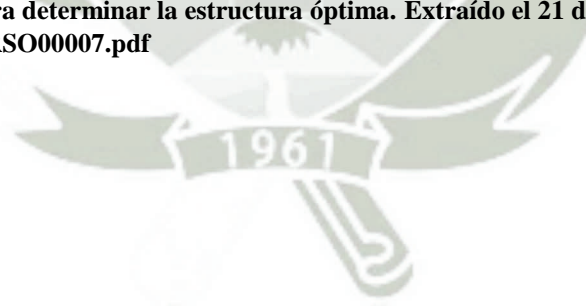
				sensibilidad de los principales drivers que afectan el valor de la empresa	principales que se determinaron se procede a realizar el análisis, determinando en cuanto afecta al valor de la empresa.
				Análisis de sensibilidad de las diferentes combinaciones de estructura de capital	Realizar el análisis de diferentes escenarios de acuerdo a las combinaciones de deuda con capital propio o de las entidades bancarias o provenientes de las acciones, de esta manera se determinara la combinación óptima que maximice el valor de la empresa.
				Estrategias de financiamiento	Proponer estrategias para el largo plazo y corto plazo sobre la inversión, su estructura de financiamiento, la gestión de su efectivo, utilidades y el capital de trabajo.

Fuente: Fernández, P. (2015). Valoración de empresas. Extraído el 21 de marzo del año 2017. <http://web.iese.edu/pablofernandez/LibroVyS/Indice26mayo2015.pdf>

Grajales, D. (2008) Medición y análisis de un modelos para determinar la estructura óptima. Extraído el 21 de marzo del año 2017.

<http://repository.eia.edu.co:8080/bitstream/11190/623/1/RSO00007.pdf>

Elaboración: Propia



CAPÍTULO II: ANÁLISIS SITUACIONAL DEL SECTOR Y LA EMPRESA

2.1. El Sector

2.1.1. Historia

Según un informe de la historia de la industria alimentaria (2007), desde la prehistoria, en sus inicios, el hombre tenía que alimentarse de frutos, bayas, hojas, tallos y raíces. Posteriormente, tuvo que aprender a cazar y a pescar para poder sobrevivir, especialmente en las épocas glaciares, ya que era necesario que su cuerpo reciba grasa para soportar el frío. El hombre además de alimentarse de los animales, también empleaba sus pieles para vestirse o cubrirse y los huesos de los mismos para poder crear sus propias herramientas. A partir del descubrimiento del fuego, ellos cocían sus alimentos para facilitar la ingesta de ellos y comenzaron a dedicarse a la agricultura y a la formación de sus hogares en cabañas, abandonando las cuevas y creando sus propios utensilios y recipientes para sus alimentos, los cuales ayudaban a una mejor conservación y cocción. De esta manera, cada región empleaba distintas variedades de aderezos, hierbas o formas para preparar su comida.

Con las grandes civilizaciones como Grecia, Roma y Egipto, comenzaron a emplear las hiervas para usos medicinales, cultivaron cereales, produjeron la fermentación de la cerveza, prepararon el pan y para embalsamar, usaron especias. En la edad media, la alimentación paso a ser un evento social con muchos platos y banquetes fastuosos. Para la edad moderna se dio la evolución de la industria alimentaria, la tendencia e influencia de muchos alimentos con las grandes cadenas de comida. Y la revolución industrial se inició en Reino Unido y se extendió en gran parte de Europa occidental y Norteamérica, culminando entre los años 1820 y 1840,

Y a lo largo de los años se establecieron las primeras fábricas de conservas, mecanismos de refrigeración, deshidratación de alimentos por congelamiento hasta la actualidad, que se ha registrado

incrementos en los diferentes sectores que intervienen en la industria de alimentos con bases sólidas de producción, tecnología y estándares de calidad con una constante innovación.

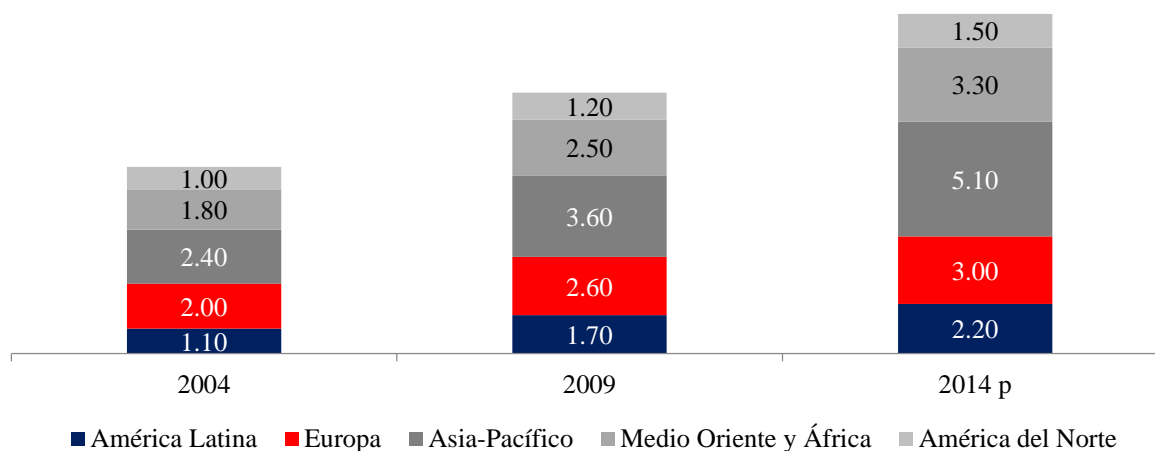
Es así que el hombre siempre ha procedido a que los alimentos y las comidas que ha elaborado sean la principal actividad de sus vidas, asociándolas con sus naturalezas sociales y afectivas.

2.1.2. Evolución mundial

En los últimos 30 años, la producción de alimentos per cápita a nivel mundial ha crecido constantemente. El crecimiento se ha dado tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados; sin embargo, en estos últimos las tasas de crecimiento han sido mayores que en los primeros. De acuerdo con un informe de Frost & Sullivan (2010), en el periodo 2004-2009, la industria de alimentos y bebidas mundial creció a una tasa promedio ponderada anual de 9.6%, mientras que el pronóstico de crecimiento para el periodo 2009-2014 fue de 5.5%. En el gráfico inferior se puede observar que en los años 2004 y 2009, las regiones que registraban mayores ventas de alimentos y bebidas eran Asia-Pacífico y Europa; sin embargo, para el año 2014, ese escenario cambia, la región Asia-Pacífico continua en el primer lugar de las ventas (US\$ 5.1 trillones), pero Europa (US\$ 3.0 trillones) es desplazada del segundo lugar por Medio Oriente y África (US\$ 3.3 trillones).

Figura 2: Ventas del sector alimentos y bebidas en el mundo, 2004-2014

(Trillones de dólares)



p: pronóstico.

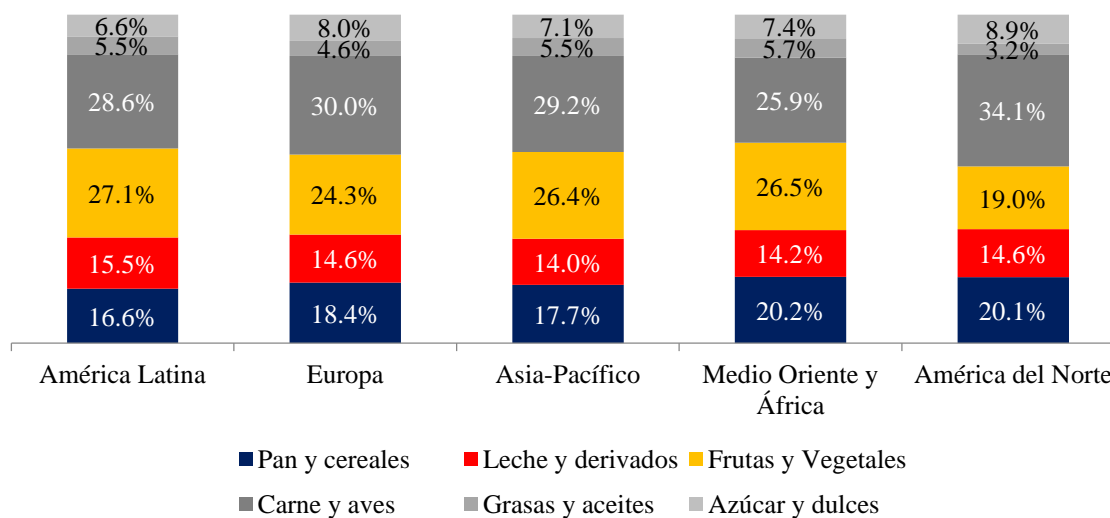
Fuente: Frost & Sullivan. (2010). 2020 Vision: Global Food & Beverage Industry Outlook. Extraído el 22 de enero del año 2017 de <http://es.slideshare.net/FrostandSullivan/2020-vision-global-food-beverage-industry-outlook>.

Elaboración: Propia.

En el año 2009, las ventas de carnes y aves fueron la categoría que lideró la participación de las ventas a nivel mundial, le siguieron las categorías de frutas y vegetales, pan y cereales, leche y derivados, azúcar y dulces, y grasas y aceites, respectivamente. Medio Oriente y África es la región que consume más pan y cereales y grasas y aceites, América Latina es el continente que consume más leche y derivados y frutas y vegetales, y por último, Norteamérica es el lugar en donde se consume mayor cantidad de carnes y aves y azúcar y dulces.

Figura 3: Participación de las ventas del sector alimentos y bebidas en el mundo por categoría, 2009

(En porcentaje)



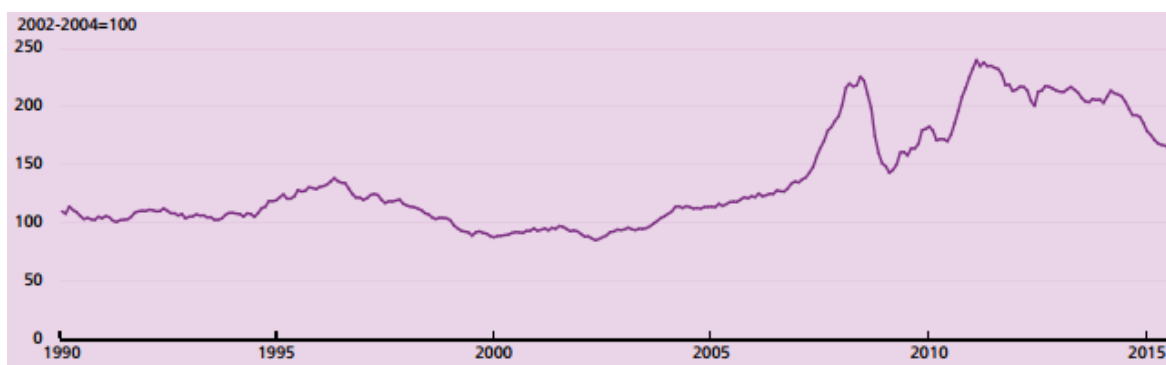
Fuente: Frost & Sullivan. (2010). 2020 Vision: Global Food & Beverage Industry Outlook. Extraído el 22 de enero del año 2017 de <http://es.slideshare.net/FrostandSullivan/2020-vision-global-food-beverage-industry-outlook>.

Elaboración: Propia.

Según el informe “Food Outlook, 2015”, elaborado por Food and Agriculture Organization of the United Nations, el índice de precios de alimentos nominal, Food Price Index (FPI)³, cayó ininterrumpidamente durante los últimos 18 meses antes de finalizar el año 2015, debido a los menores precios del arroz, cereales y aceites vegetales. En agosto del 2015, el índice llegó a un mínimo de 155 puntos en un periodo de seis años; en contraste, en el año 2011, el índice alcanzó su pico más alto (240 puntos), incrementando el costo de la canasta básica de alimentos en 1.4 veces respecto al periodo 2002-2004.

³ El FPI mide mensualmente los cambios en los precios internacionales de una canasta de productos alimenticios, se halla obteniendo el promedio de los índices de precios de cinco grupos de productos básicos (cereales, aceites vegetales, leche y derivados, carnes y azúcar).

Figura 4: Índice de precios internacionales de alimentos (FPI)



Fuente y Elaboración: Food and Agriculture Organization of the United Nations. (2015). Food Outlook. Extraído el 22 de enero del año 2017 de <http://www.fao.org/3/a-i5003e.pdf>

De acuerdo con el Consejo Internacional de Cereales (2017), en lo que respecta a las perspectivas del trigo, principal *commodity* de la empresa a analizar, se espera que su producción descienda ligeramente en un 2%, en los años 2017 y 2018, a 735 millones de toneladas. En algunas regiones, los precios internos podrían aumentar, provocando una mayor producción; sin embargo, en otras regiones podría verse una baja rentabilidad de este producto, por lo que los agricultores optarían por cultivar otros cereales.

Durante el mes de febrero de 2017, el precio mundial del trigo incrementó en 1% gracias a los mayores precios registrados en el Mar Negro y Argentina; no obstante, dicho aumento se ha visto frenado por algunos factores bajistas. Se espera que en el periodo 2017-2018, el precio del trigo oscile alrededor de US\$ 158 por tonelada, 11.7% mayor al registrado en el periodo 2016-2017.

2.1.3. Evolución nacional

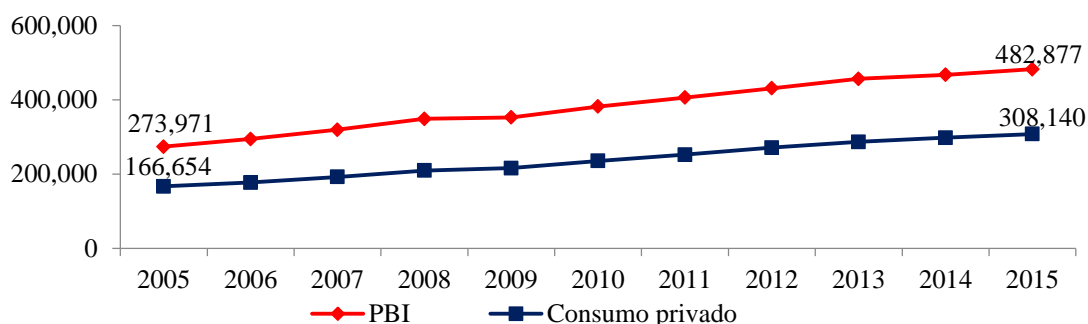
El crecimiento del sector alimentario está estrechamente ligado al incremento del PBI y el consumo privado del país. De acuerdo con datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática (2015), en los últimos diez años, la tendencia de ambas cuentas nacionales ha sido creciente y ha ido en la misma dirección; sin embargo, desde el año 2014, el PBI ha crecido en menor ritmo a tasas de 2.4% en dicho año

y en 3.3% en el 2015; por su parte, las tasas de crecimiento del consumo privado también han disminuido a 3.9% y 3.4%, en el 2014 y 2015, respectivamente.

Figura 5: PBI y Consumo Privado Nacional, 2005-2015

Valores a precios constantes de 2007

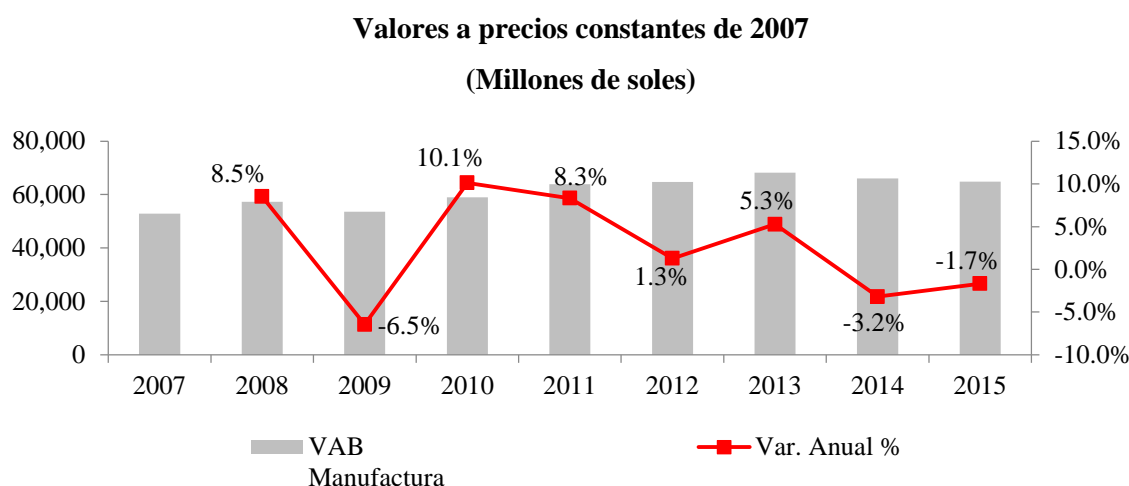
(Millones de soles)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2015). Series Estadísticas. Extraído el 7 de enero del año 2017 de <https://www.inei.gob.pe/>

Elaboración: Propia.

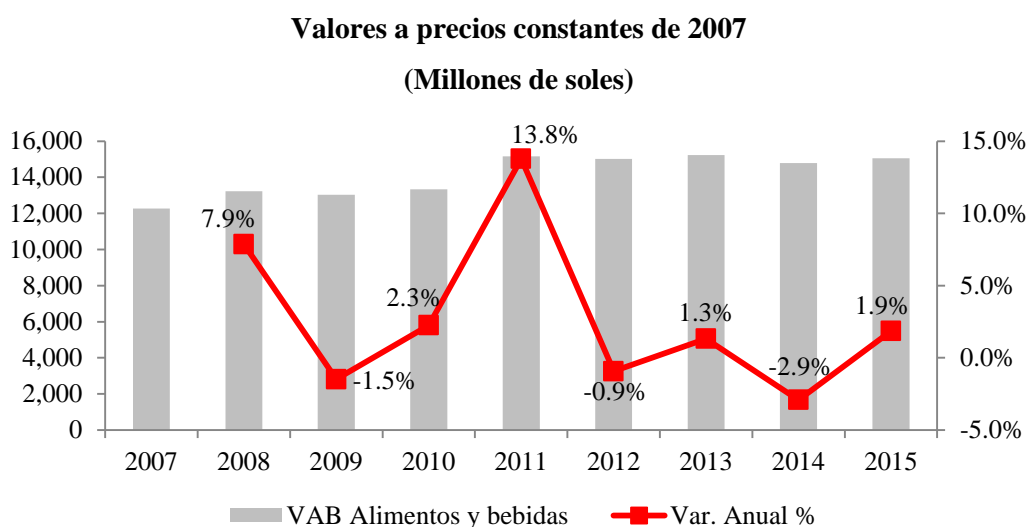
La industria de alimentos está contenida dentro del sector manufactura, el cual en los últimos nueve años ha crecido a una tasa promedio ponderada anual de 2.6%, experimentando decrecimientos en los años 2014 y 2015 debido al menor crecimiento de la industria fabril no primaria en el 2014 y a la desaceleración de la industria fabril primaria en el 2015. Por otro lado, al año 2015, el sector manufactura aportó 13.5% al PBI nacional.

Figura 6: Valor Agregado Bruto del Sector Manufactura, 2007-2015


Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2015). Series Estadísticas. Extraído el 7 de enero del año 2017 de <https://www.inei.gob.pe/>

Elaboración: Propia.

En los últimos nueve años, el sector de alimentos y bebidas ha pasado por auges y caídas, en el año 2011, alcanzó su pico más alto de crecimiento (13.8%) gracias al incremento de la elaboración y preservación de pescado y a la elaboración de harina y aceite de pescado que incrementaron en 61.8% y 90.7%, respectivamente, respecto al año 2010. Por el contrario, en el año 2014, el sector experimentó el mayor decrecimiento debido principalmente a la caída de la elaboración de harina y aceite de pescado (-51.9%). En el 2015, se puede observar una ligera recuperación respecto al año anterior, gracias al crecimiento de la producción de harina y aceite de pescado (50.5%). Por otro lado, en el periodo 2007-2015, la participación del sector alimentos y bebidas dentro del sector manufactura es en promedio 23.1%.

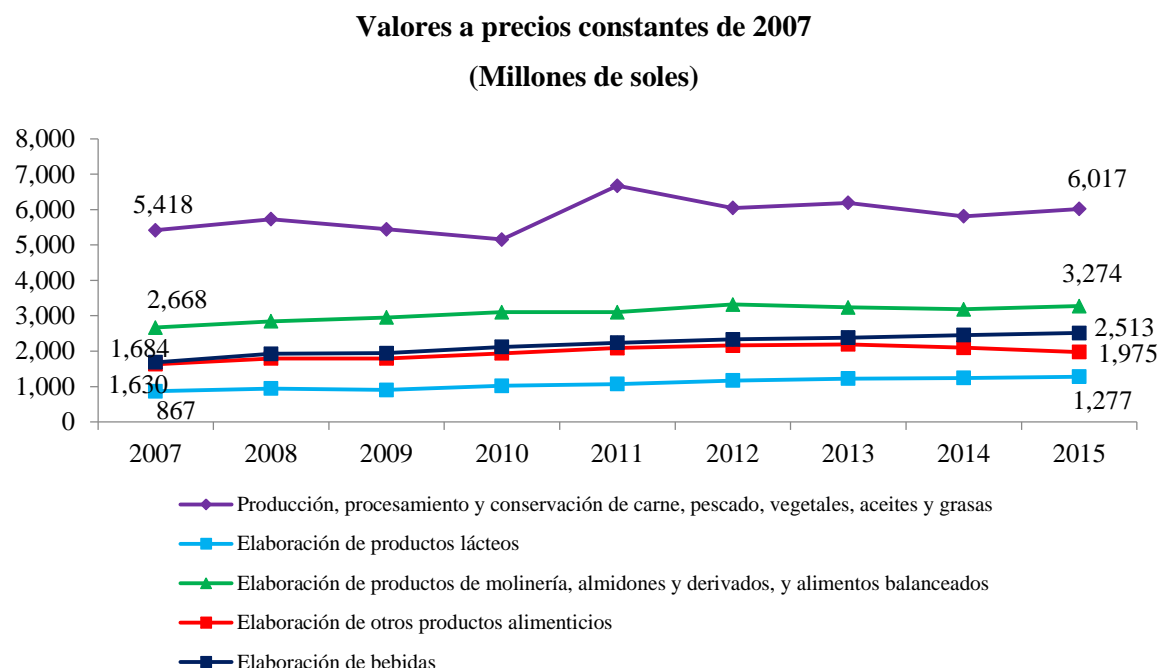
Figura 7: Valor Agregado Bruto del Sector Alimentos y Bebidas, 2007-2015


Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2015). Series Estadísticas. Extraído el 7 de enero del año 2017 de <https://www.inei.gob.pe/>

Elaboración: Propia.

Por subramas, la producción, procesamiento y conservación de carne, pescado, vegetales, aceites y grasas es la actividad que tiene mayor participación dentro del sector alimentos y bebidas. Sin embargo, la actividad que ha registrado una mayor tasa de crecimiento ponderado, en los años analizados, es la elaboración de bebidas (5.1%), seguida de la elaboración de productos lácteos (5.0%), elaboración de productos de molinería, almidones y derivados, y alimentos balanceados (2.6%), elaboración de otros productos alimenticios (2.4%) y producción, procesamiento y conservación de carne, pescado, vegetales aceites y grasas (1.3%).

Figura 8: Valor Agregado Bruto del Sector Alimentos y Bebidas según actividad económica, 2007-2015



Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2015). Series Estadísticas. Extraído el 7 de enero del año 2017 de <https://www.inei.gob.pe/>

Elaboración: Propia.

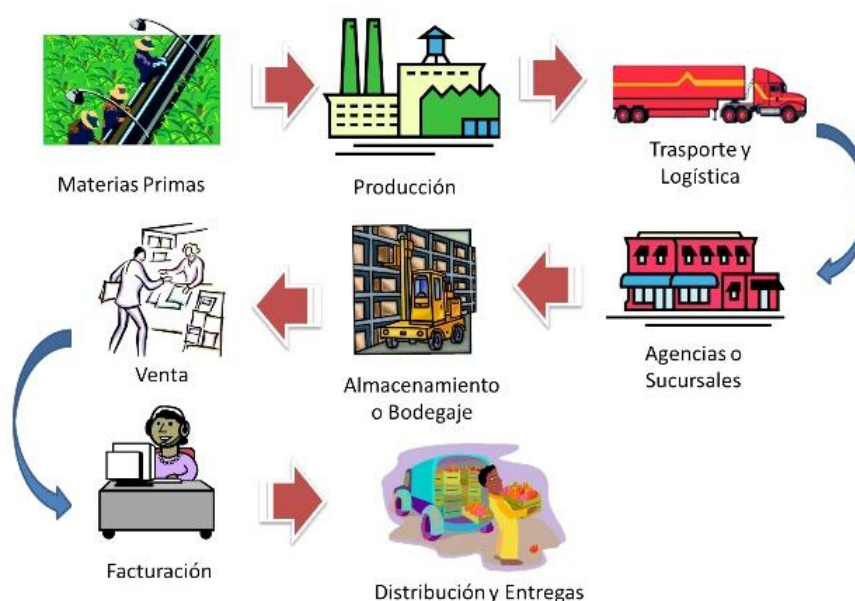
2.1.4. Procesos del sector alimentario

El sector alimentario se caracteriza porque es el encargado de transformar los productos agropecuarios para que puedan llegar al consumidor final. Antiguamente, las personas consumían los productos que podían obtener directamente de la tierra, en la actualidad, se consumen productos cada vez más elaborados. Es así que este sector ha ido evolucionando, gracias a las tecnologías que se han desarrollado, por lo que ahora en el mercado se puede encontrar una gran diversidad de productos que se incluyen en la alimentación cotidiana.

Los procesos para elaborar los productos alimenticios van desde la manipulación de los alimentos, hasta su almacenamiento, extracción de nutrientes, elaboración, envasado y conservación. En lo que se refiere a la manipulación de alimentos es un proceso cada vez más

automatizado por las empresas; por su parte, el almacenamiento se realiza para poder mantener productos alimenticios que tienen cierta estacionalidad y rotación. Por otro lado, hay algunos alimentos que necesitan pasar por procesos de extracción, como es el caso de las frutas, para luego pasar por el proceso de elaboración que consiste en la transformación de los productos alimenticios originales en productos con valor agregado. Para prolongar la vida útil de los alimentos, estos deben pasar por un proceso de conservación como son la pasteurización, esterilización antibiótica, refrigeración, deshidratación, entre otros. Finalmente, se realiza el envasado de los productos para que puedan llegar a los consumidores finales.

Figura 9: Proceso del sector alimentos

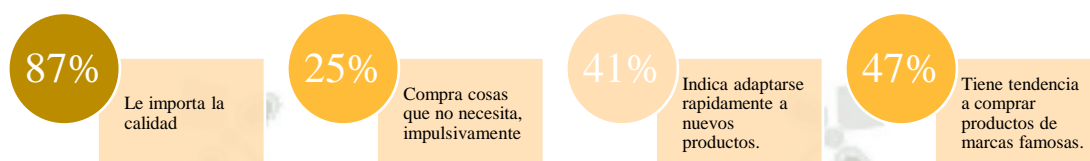


Fuente y Elaboración: Slideshare (2015). Industrias Culturales. Extraído el 26 de enero del año 2017 de <http://es.slideshare.net/ysabelbr/sesion5-industrias-culturales>

2.1.5. Perfil del consumidor peruano

De acuerdo con BBVA Research (2016), las principales características del consumidor peruano son las siguientes:

Figura 10: Características del consumidor peruano, 2016

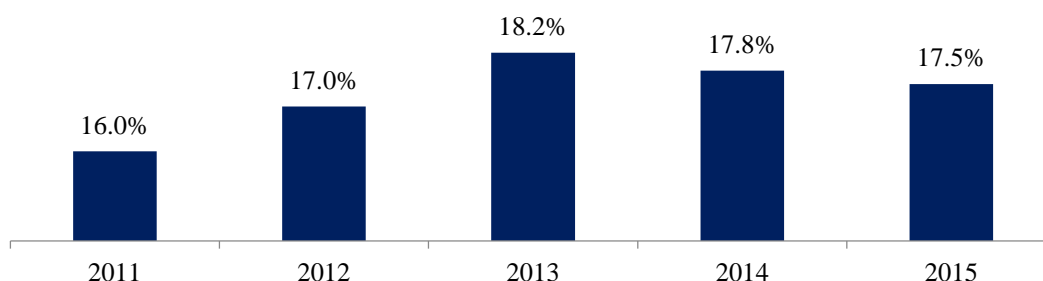


Fuente: BBVA Research. (2016). Sector Retail. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>

Elaboración: Propia.

Entre otras características se encuentran que el consumidor peruano siempre se encuentra atento a las promociones y descuentos y acude a lugares que se ubiquen cercanos a sus hogares o lugares de trabajo. Ello explica porque aún el canal tradicional sigue mostrando la mayor participación de las ventas, mientras que el canal moderno (supermercados), al año 2015, solo registra el 17.5% de las ventas.

Figura 11: Participación de los supermercados en las ventas de consumo masivo (En porcentaje)



Fuente: BBVA Research. (2016). Sector Retail. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>

Elaboración: Propia.

El 32% de los consumidores que compran sus productos en supermercados pertenece al nivel socioeconómico A, 38% al B y 26% al C. Por generaciones, el 36% son jóvenes *millenials* (21-34 años), mientras que el 27% pertenece a la generación X (35-49 años). Por último, en cuanto a género, el 53% que realiza sus compras en supermercados son mujeres y el 47% son hombres.

2.1.6. Factores relevantes del sector

2.1.6.1. Aspectos Político-Legales

En diciembre de 2016, el gobierno incrementó el Impuesto a la Renta para las grandes empresas de 28.0% a 29.5% (*Gestión*, 2016); esta medida reducirá los márgenes de utilidad de las empresas del sector.

El sector alimentario peruano se rige a la Ley de Inocuidad de los Alimentos (Ley N° 26842), cuyo objetivo es proteger la salud de las personas, a lo largo de la cadena alimentaria. Dicha ley establece que todas las personas tienen el derecho de recibir información de los alimentos que consumen, así como ser protegidos de los alimentos contaminados y recibir reparaciones por daños y perjuicios.

El Código de Protección y Defensa del Consumidor (Ley N° 29571) obliga a las empresas productoras de alimentos a etiquetar sus productos bajo la denominación que muestre su verdadera naturaleza; es así que deben mencionar si los alimentos contienen grasas trans o si contienen elementos modificados genéticamente.

En el 2015, se aprobó el Decreto Supremo N° 007-2015-SA, que fija los límites de sodio, grasas saturadas y azúcar que deben contener los alimentos y bebidas procesadas. (CEPES, 2015)

- *El incremento del impuesto a la renta para las grandes empresas podría afectar los márgenes de utilidad de las empresas del sector (A).*
- *Las empresas del sector alimentario se rigen a leyes que promueven la buena alimentación entre los peruanos (O).*

2.1.6.2. Aspectos Económicos-Financieros

En los años 2014 y 2015, el consumo de alimentos en el Perú se vio afectado por las menores tasas de crecimiento de la economía nacional. De acuerdo con la Oficina Agrícola Regional de los Estados Unidos en Lima (2015), los consumidores peruanos para mantener sus niveles de consumo tuvieron que reequilibrar sus compras de alimentos, incluyendo una mayor mezcla de bienes a precios más asequibles.

Los principales *drivers* del consumo muestran mejores perspectivas para los próximos años, el empleo formal y el crédito de consumo incrementarán hacia el año 2018, mientras que los precios al consumidor crecerán a menor ritmo en los años 2017 y 2018 (Apoyo Consultoría, 2016).

Tabla 3: Desempeño de los principales drivers del consumo 1/
(Var. % anual)

	2016	2017	2018
Empleo formal 2/	0.5	1.0	2.0
Crédito de consumo	8.0	8.0	10.0
Precios al consumidor	2.8	2.5	2.5

1/ Proyecciones realizadas en agosto de 2016.

2/ Empresas privadas de 10 a más trabajadores en zonas urbanas.

Fuente: Apoyo Consultoría. (2016). Perspectivas del consumidor peruano al 2016. Extraído el 23 de enero del año 2017 de https://issuu.com/andaperu/docs/perspectiva_consumidor_2016

Elaboración: Propia.

Actualmente, los consumidores tienen mayor acceso a créditos y los supermercados sacan beneficio de ello al promocionar productos con descuentos al utilizar tarjetas de crédito en sus tiendas.

De acuerdo con la organización Food Export USA (2016), la clase media peruana está creciendo a un ritmo constante, incrementando la demanda de todo tipo de productos y servicios.

Las ventas del sector *retail* peruano en la industria de alimentos elaborados alcanzaron los US\$ 9 mil millones en el año 2015. Ello representa un aumento de 30.1% respecto al 2011. Según el mismo informe, se espera que las ventas de dichos productos incrementen a US\$ 10.6 mil millones para el año 2020. Las categorías que más crecerían serían sopas, cereales, comidas listas, salsas, aderezos y condimentos, comida para bebé, carne procesada y mariscos, *snacks* dulces y salados y frutas y verduras procesadas. Se prevé que el sector de elaboración de alimentos crecería a pesar del menor crecimiento económico, ya que el consumo interno se beneficiaría de medidas de estímulo que impulsarían el gasto de los consumidores.

- *Mayores tasas de crecimiento del PBI nacional para los próximos años (O).*
- *Las perspectivas del consumo para los próximos años son favorables (O).*
- *Se espera que las ventas de los productos alimenticios elaborados incrementen a US\$ 10.6 mil millones para el año 2020 (O).*
- *Los márgenes de las empresas de este sector pueden verse afectados por la volatilidad de los precios internacionales de los commodities (A).*

- *El incremento de una clase media emergente propiciará una mayor demanda de productos alimenticios más sofisticados o los llamados productos premium (O).*
- *El incremento del número de supermercados a nivel nacional, permitirá incrementar los canales de ventas de los productos alimenticios (O).*

2.1.6.3. Aspectos Socio-Culturales

La comida está vinculada a la familia, a las creencias, costumbres y a la tierra. Hoy en día, existen especialistas que estudian no solo los nutrientes necesarios que deben tener los alimentos para los consumidores sino los sistemas, hábitos, seguridad alimentaria y políticas. Cada uno de estos factores es importante al momento de seleccionar cada producto que se ofrece al mercado. El Dr. López Cabanillas menciona algunos de estos factores (2012):

- **El desarrollo del individuo:** por lo que una persona tiene que pasar por diferentes etapas desde la infancia hasta la senectud, por lo cual todos tienen diferentes necesidades.
- **Población:** El sector alimentos tiene una demanda inelástica, por ello es que su crecimiento esta más arraigado al aumento de la población que al avance de la economía del país. Las tablas muestran la población total del país, una variable clave en la demanda de los consumidores.

Tabla 4: Ratios de población clave Perú 1990-2025

	1990	2000	2005	2010	2015 p	2020 p	2025p
Población total, miles	21,826	25,914	27,610	29,373	31,376	33,317	35,151
Población activa total, miles	12,551	15,746	17,296	18,928	20,482	21,904	23,240
Población activa,% de la población total	57.5	60.8	62.6	64.4	65.3	65.7	66.1

p: proyectado.

Fuente: Business Monitor International (2015). Perú Food & Drink Report 2016.

Elaboración: Propia.

- **Género:** debido a la diferente composición corporal y reproductiva, tanto hombres como mujeres necesitan de diferentes alimentos.
- **Etnicidad y cultura:** este factor determina las preferencias de los consumidores debido a los platos típicos que tiene cada cultura y a los alimentos de los que suelen alimentarse o las costumbres que radican en su región, sea o no saludable.
- **Creencias sobre los alimentos:** la elección de los mismos puede ser afectada debido al bienestar que busca cada persona y las creencias que tiene sobre los efectos de algunos alimentos que pueden causar daño a su salud como también pueden pensar de forma contraria, que otorgan al organismo muchos nutrientes o tienen propiedades curativas o poderes que pueden curarlos de algunas enfermedades.
- **Preferencias personales:** dependen de los gustos de cada persona sea niño o adulto, o la forma en que lo vinculen con su vida cotidiana, familiar. Existen personas dispuestas a probar sabores nuevos y otras que son más conservadoras que tienen por elección lo que usualmente eligen sus familias o están acostumbrados a comer.

Otros aspectos socioculturales son los siguientes:

- *Cada vez son más las personas que se preocupan por tener una buena salud alimenticia; en ese sentido, exigen productos saludables y con altos estándares de calidad (O).*
- *El incremento de la población en el país genera una mayor demanda de los productos alimenticios, por ello la tasa de natalidad influye en la demanda y en la oferta del mercado (O).*
- *Las compras de alimentos por parte del Estado para cumplir con los diferentes programas sociales que ejecuta, son muy importantes dentro de la demanda de productos alimenticios (O).*
- *Los medios de comunicación, como las redes sociales, televisión, internet, entre otros generan en las personas nuevos hábitos o estilos de vida respecto a su alimentación (O).*
- *La globalización ha permitido que las personas conozcan nuevas culturas y que quieran insertarse a las mismas, repitiendo sus costumbres o los diferentes hábitos, alimentos que consumen (O).*

2.1.6.4. Aspectos Tecnológicos

El desarrollo del sector alimentos se debe en gran proporción al avance tecnológico de la industria química, de los materiales, bienes de capital y equipos, también al embalaje, empaques y productos eléctricos. Entre los aspectos más característicos resaltados por la revista Bancomext (2013) se encuentran los siguientes:

- *En algunas industrias la trascendencia tecnológica y comercial usualmente es equivalente pero algunos líderes del mercado no tienen el capital tecnológico necesario y son únicamente receptores de tecnología (O).*
- *El vínculo del proceso de alimentos con la agricultura y el sector de los servicios (A).*
- *Las patentes del mercado, las cuales muestran información acerca de la innovación y la investigación que se ha desarrollado en la industria, son muy importantes para la protección de la propiedad intelectual de los productos de consumo final y los insumos con los que son elaborados (O).*
- *Las empresas del sector de consumo masivo deben estar a la vanguardia con el lanzamiento de nuevos productos, para lo cual deben invertir constantemente en nuevas tecnologías (O).*
- *La innovación en procesos, equipos y/o aparatos, ayudarán a facilitar el proceso de producción de manera eficiente (O).*
- *Capacitación del personal técnico y especializado de cada rama, para que conjuntamente se cumpla cada actividad de forma eficaz, ahorrando tiempo , energía, insumos y procedimientos (O).*

2.1.6.5. Aspectos Ambientales

De acuerdo con un informe del departamento de Agricultura y Agro-Alimentos del Gobierno de Canadá (2011), en la actualidad, las personas ya no solo basan la decisión de sus compras de alimentos en el sabor o precios, sino también se muestran más preocupados en saber de dónde provienen los alimentos que consumen,

cómo su producción impacta en el medio ambiente, qué tan cerca están los productos finales que consumen a sus ingredientes originales y cómo sus compras influyen en los ingresos de los productores de la cadena productiva.

Es importante indicar que muchas veces las personas no solo consumen productos sostenibles porque sean más saludables o de mejor calidad, sino que lo hacen por cuestiones éticas. En ese sentido, la sostenibilidad de los productos es uno de los *drivers* del consumo, ya que muchos consumidores no comprarán un producto de una empresa que no consideren eco-sostenible, y por el contrario tenderán a comprar productos de empresas cuyo impacto negativo en el medio ambiente sea reducido y a la vez sean socialmente responsables.

Según el mismo informe, otro factor importante relacionado al cuidado del medio ambiente, a la hora de comprar alimentos, es el material del empaque que los contiene, por ejemplo que sean empaques que puedan ser reutilizados, biodegradables o que estén hechos de materiales bio-plásticos, es decir, a base de productos naturales como el maíz o la caña de azúcar.

Otro elemento interesante que utilizan algunas empresas en el mundo para demostrar que sus productos son amigables con el medio ambiente es incluir una etiqueta de huella de carbono en sus empaques, que permite a los consumidores ver cómo su compra puede afectar a las emisiones de gases de efecto invernadero.

Por otro lado, el sector de alimentos elaborados tiene un alto grado de dependencia a los productos agrícolas, pues son las materias primas para elaborar sus productos; en ese sentido, ante la eventualidad de posibles desastres naturales que afecten las cosechas, el sector alimentos

tendría problemas para abastecer de productos a la población.

- *Consumidores más preocupados en consumir alimentos saludables y eco-sostenibles (O).*
- *El material del empaque de los alimentos en un factor decisivo a la hora de comprar (A).*
- *Las empresas pertenecientes al sector deben realizar prácticas respetuosas con el medio ambiente para así ganar la fidelidad y confianza de sus clientes (A).*
- *Desastres naturales pueden afectar las cosechas de las materias primas que se necesitan para la producción de alimentos (A).*

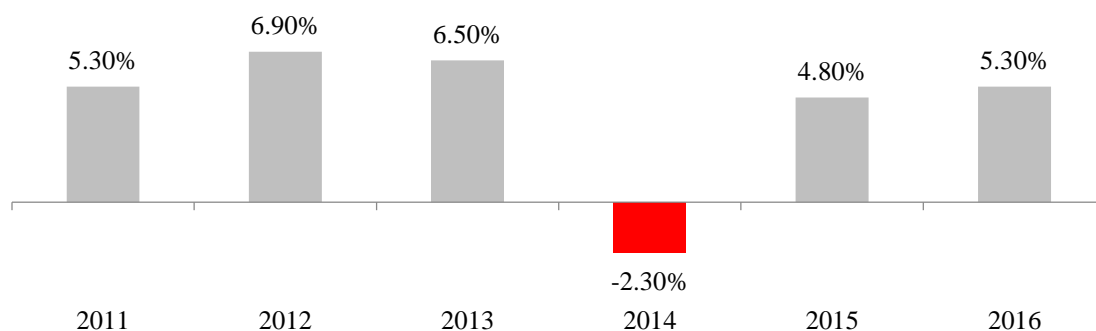
2.1.7. Consumo masivo

Dentro del sector alimentario está contenido el subsector de consumo masivo, el cual es en donde se desenvuelve la empresa Alicorp. A continuación, se presentarán las principales estadísticas relacionadas a este subsector.

En términos monetarios, en el periodo 2011-2016, el subsector de consumo masivo en el Perú ha crecido en promedio 4.4%, alcanzando su máximo crecimiento en el año 2012 (6.9%), en los demás años ha presentado resultados positivos, con excepción del año 2014, que presentó una desaceleración de 2.3%.

Figura 12: Evolución de las ventas monetarias del subsector de consumo masivo, enero-junio

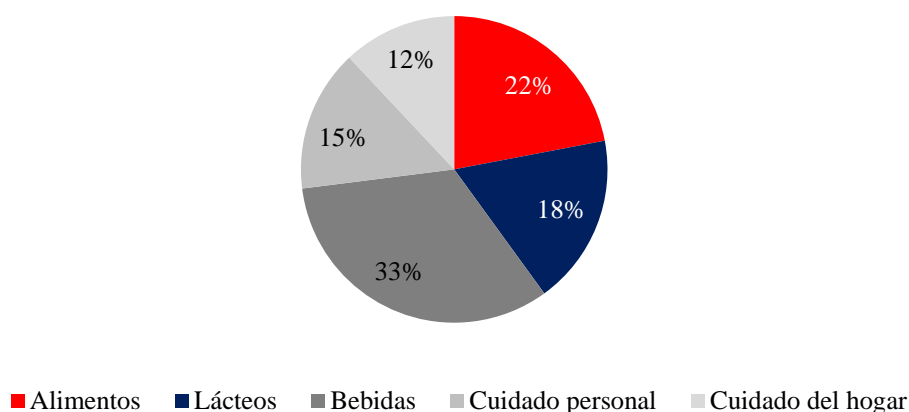
(En porcentaje)


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.
Elaboración: Propia.

Por subramas, la categoría de bebidas es la que genera mayores ventas monetarias (33%), le sigue alimentos (22%), lácteos (18%), cuidado personal (15%) y cuidado del hogar (12%). En el periodo enero-junio de 2016 dichas categorías han tenido crecimientos de 9.1%, 5.8%, 1.6%, 1.6%, 4.8%, respectivamente, respecto a similar periodo del año anterior.

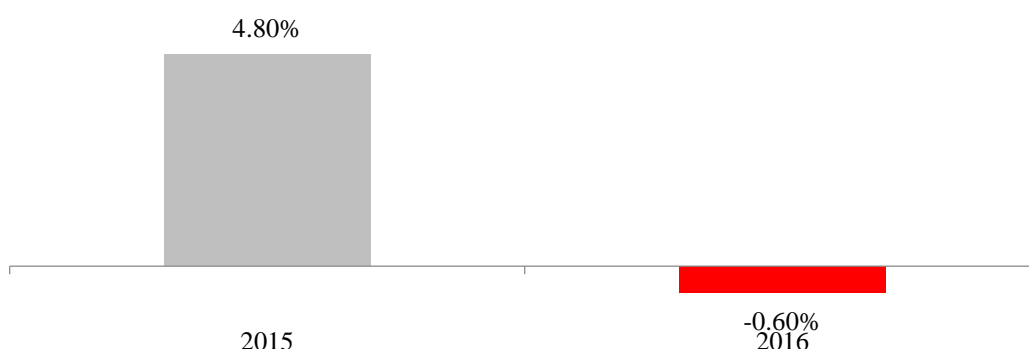
Figura 13: Participación de las ventas monetarias del subsector de consumo masivo por categorías, enero- junio 2016

(En porcentaje)


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.
Elaboración: Propia.

Por ventas en volumen, en el año 2015, el subsector creció en 4.8%, impulsado por el crecimiento de la categoría de bebidas; sin embargo, en el 2016 experimentó un decrecimiento debido al menor crecimiento de las categorías de cuidado personal y cuidado para el hogar.

Figura 14: Evolución de las ventas en volumen del subsector de consumo masivo, enero-junio
(En porcentaje)



Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

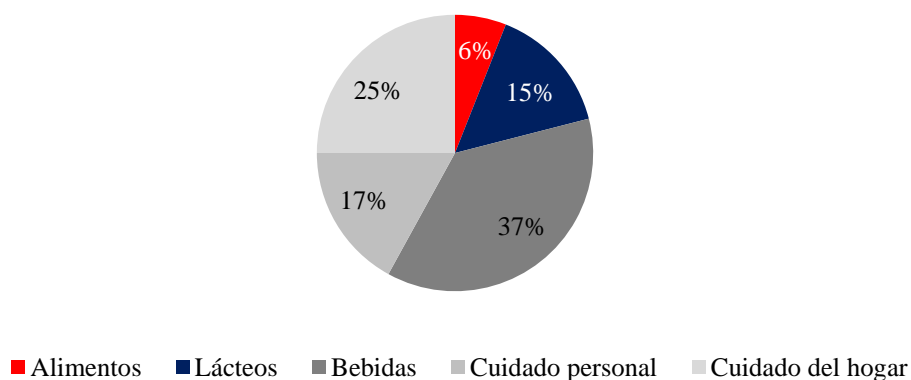
Por subramas y ventas en volumen, se puede observar que al igual que en las ventas monetarias, la categoría de bebidas es la que tiene la mayor participación dentro del subsector de consumo masivo; sin embargo, en el resto de categorías, la figura cambia, ya que por volumen de ventas, la categoría de alimentos ya no ocupa el segundo lugar como en las ventas monetarias, sino que pasa a ser el último lugar con una participación de 6%. Es así que el segundo lugar lo ocupa la categoría de cuidado del hogar (25%), y le siguen las categorías de cuidado personal (17%) y lácteos (15%). En ese sentido, se puede inferir que el precio de los alimentos es bastante alto en comparación con los precios de los productos de las otras categorías, ello ocasiona que las ventas monetarias de los productos alimenticios sean mayores.

En el periodo enero-junio de 2016, el volumen de ventas de la categoría de bebidas es la que ha registrado un mayor crecimiento (3.1%) respecto a similar periodo del año 2015, le siguen las

categorías de alimentos (1.8%) y lácteos (0.5%). Por el contrario, las categorías de cuidado personal y cuidado del hogar tuvieron caídas de -7.9% y -2.0%, respectivamente.

Figura 15: Participación de las ventas en volumen del subsector de consumo masivo por categorías, enero- junio 2016

(En porcentaje)



Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

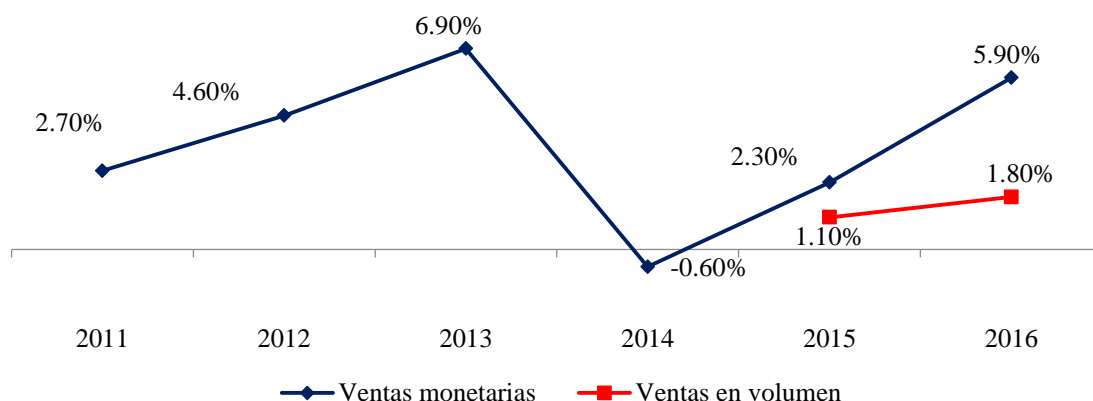
A continuación se mostrará la evolución de las ventas monetarias y en volumen de los principales productos de cada una de las cinco categorías del subsector de consumo masivo (alimentos, lácteos, bebidas, cuidado personal y cuidado del hogar).

2.1.7.1. Alimentos

La categoría alimentos tuvo tasas de crecimiento positivas en el periodo 2011-2013; sin embargo, en el año 2014, tuvo una detracción de sus ventas de -0.6%. En los últimos dos años, la categoría viene recuperándose, en especial, en el año 2016, que alcanzó un crecimiento de sus ventas monetarias de 5.9%, recuperando los niveles de años anteriores.

Figura 16: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría alimentos

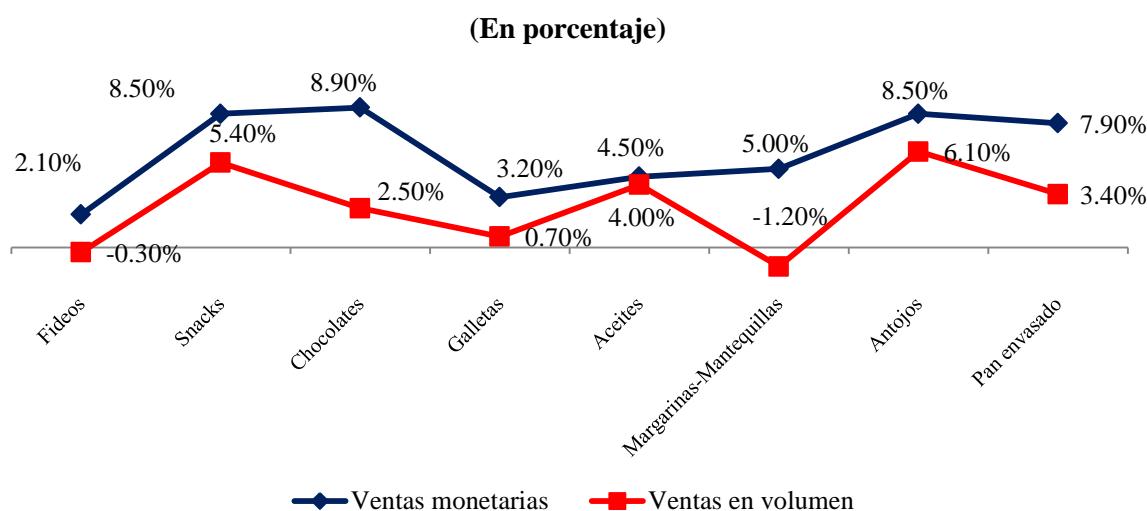
(En porcentaje)


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

Por tipo de productos alimenticios, en el periodo enero-junio 2016, los chocolates son los que muestran un mayor nivel de crecimiento de sus ventas monetarias (8.9%); sin embargo, en volumen de ventas, los antojos son los que registraron una mayor tasa de crecimiento (6.1%). En general, las ventas monetarias de todos los productos tuvieron tasas positivas de crecimiento; no obstante, en las ventas por volumen, los fideos y las margarinas y mantequillas registraron decrecimientos de -0.3% y -1.2%, respectivamente.

Figura 17: Ventas monetarias y en volumen de la categoría alimentos por tipo de productos, enero-junio 2016



Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

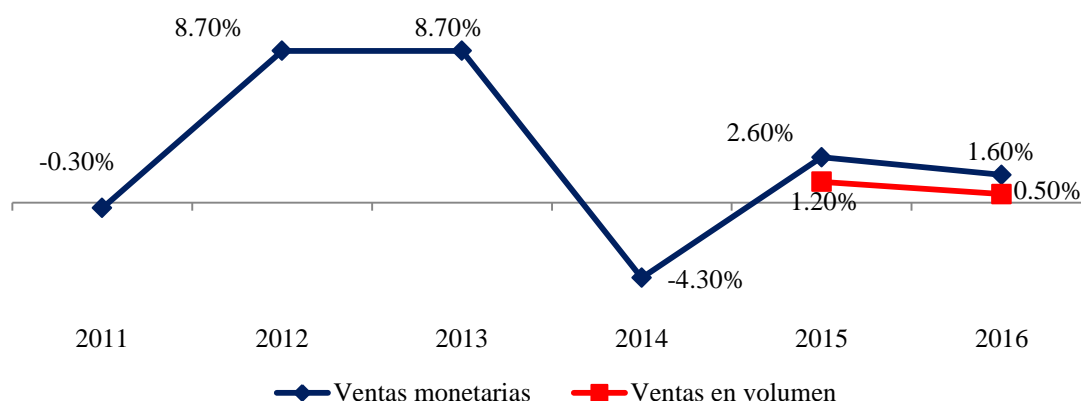
Elaboración: Propia.

2.1.7.2. Lácteos

Al igual que los productos alimenticios, las ventas monetarias de los lácteos registraron un decrecimiento significativo en el año 2014, luego de haber crecido a una tasa de 8.7% en años anteriores. En el 2015, la subcategoría empezó a recuperarse; sin embargo, en el año 2016, disminuyó el ritmo de su crecimiento.

Figura 18: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría lácteos

(En porcentaje)

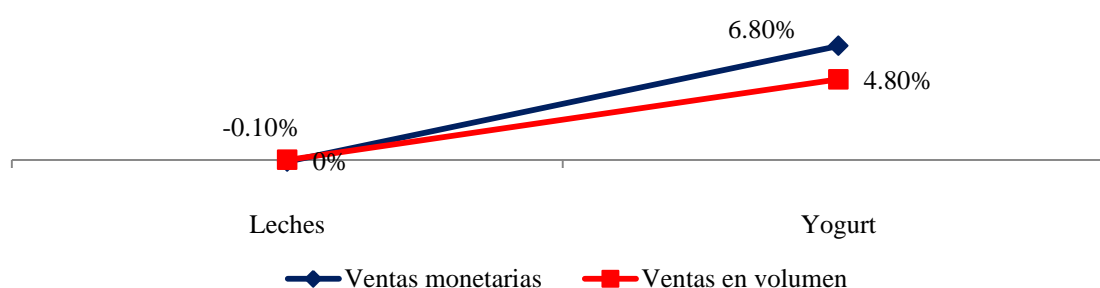


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

En el periodo enero-junio 2016, las ventas monetarias en volumen de yogurt han crecido significativamente, ayudando a la subcategoría de lácteo alcanzar una tasa de crecimiento positivo de 1.6%. Por el contrario, tanto las ventas monetarias de leches han decrecido en 0.1%.

Figura 19: Ventas monetarias y en volumen de la categoría lácteos por tipo de productos, enero-junio 2016
(En porcentaje)



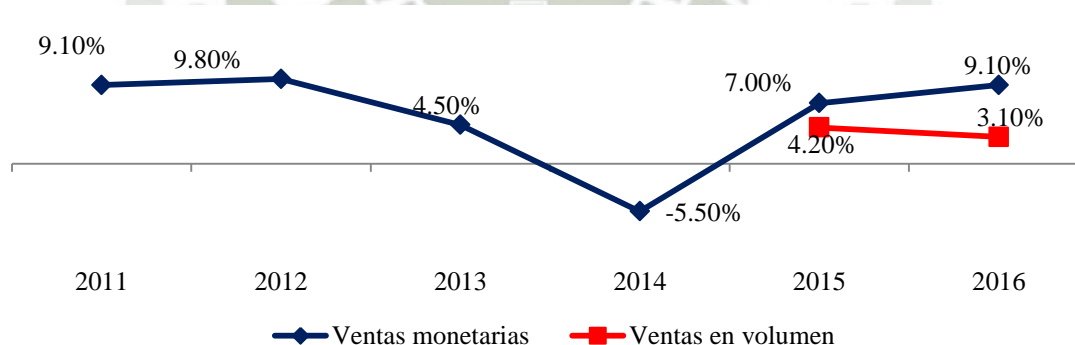
Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

2.1.7.3. Bebidas

La categoría de bebidas es la que ha tenido un mejor desempeño entre todas las categorías del subsector de consumo masivo, en el último año; así sus ventas monetarias alcanzaron un crecimiento de 9.1%, respecto al año 2015. Sin embargo, el crecimiento por volumen de ventas, en el año 2016, fue menor (3.1%) al del año 2015 (4.2%).

**Figura 20: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría bebidas
(En porcentaje)**

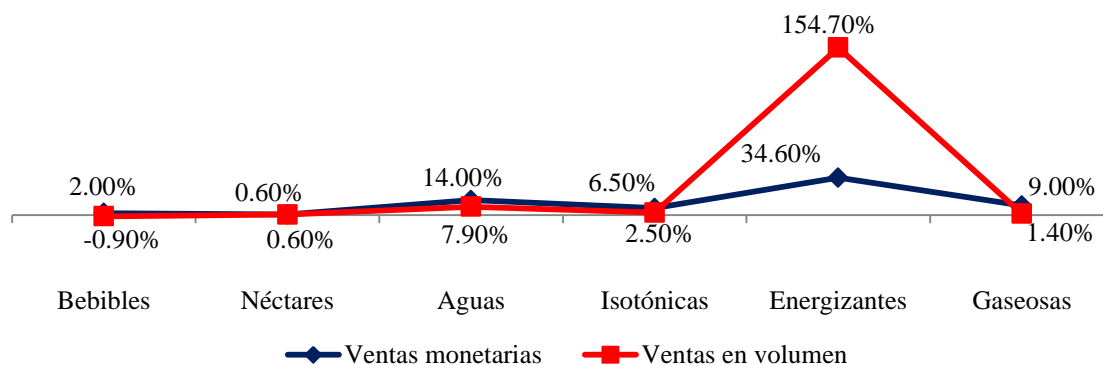


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

Por tipo de productos, tanto las ventas monetarias como en volumen de los energizantes son las que han mostrado crecimientos significativos de 34.6% y 154.7%, respectivamente, muy por encima del resto de bebidas.

**Figura 21: Ventas monetarias y en volumen de la categoría bebidas por tipo de productos, enero-junio 2016
(En porcentaje)**



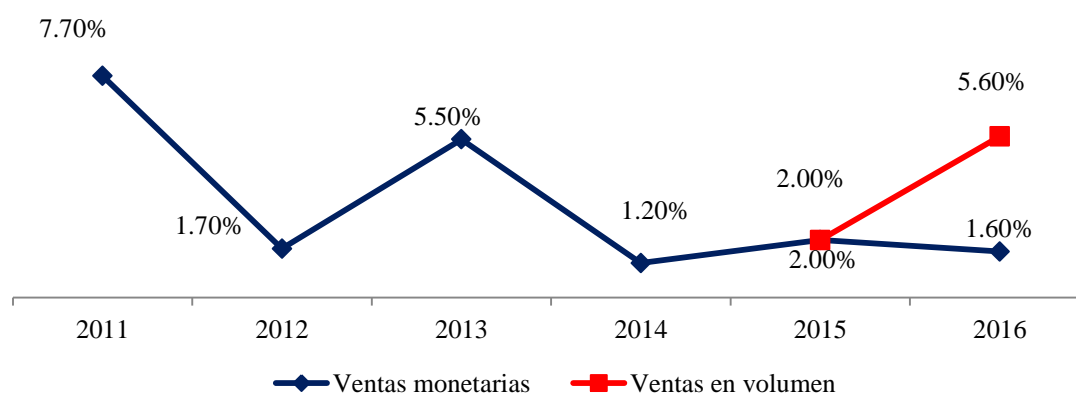
Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

2.1.7.4. Cuidado personal

En los últimos tres años, las ventas monetarias de los productos de cuidado personal vienen creciendo a tasas menores a los tres años predecesores. Por volumen, en el año 2016, las ventas han incrementado en un 5.6%.

**Figura 22: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado personal
(En porcentaje)**

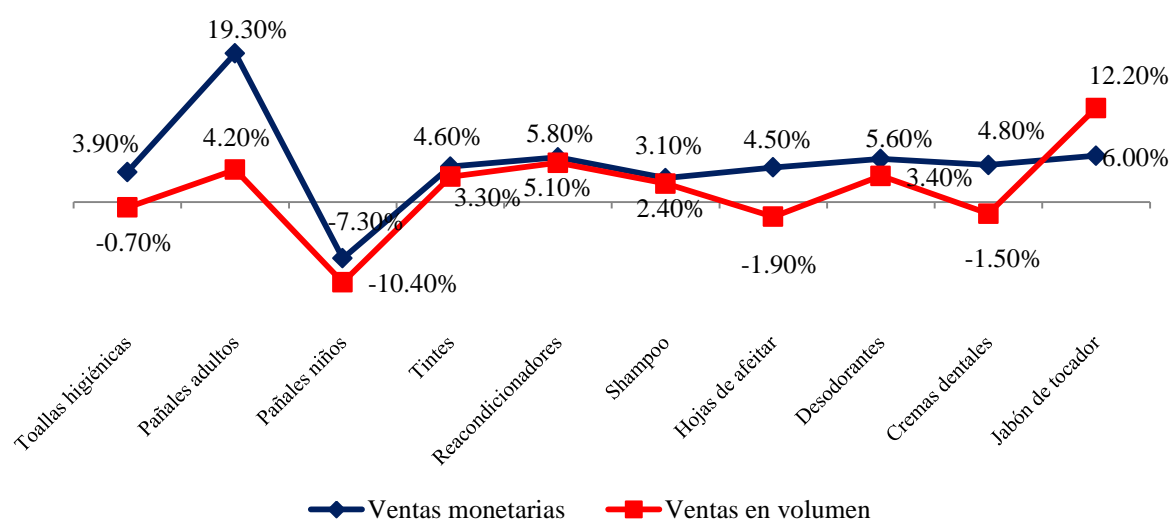


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

Por productos, en el primer semestre del año 2016, la subcategoría que obtuvo un mayor crecimiento de sus ventas monetarias fueron los pañales para adultos (19.3%), mientras que por ventas en volumen, los jabones de tocador fueron los que obtuvieron un mayor crecimiento (12.2%). En contraste, el año 2016 no fue bueno para la subcategoría de pañales para niños, pues sus ventas monetarias y en volumen redujeron en 7.3% y 10.4%, respectivamente.

Figura 23: Ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado personal por tipo de productos, enero-junio 2016
(En porcentaje)



Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

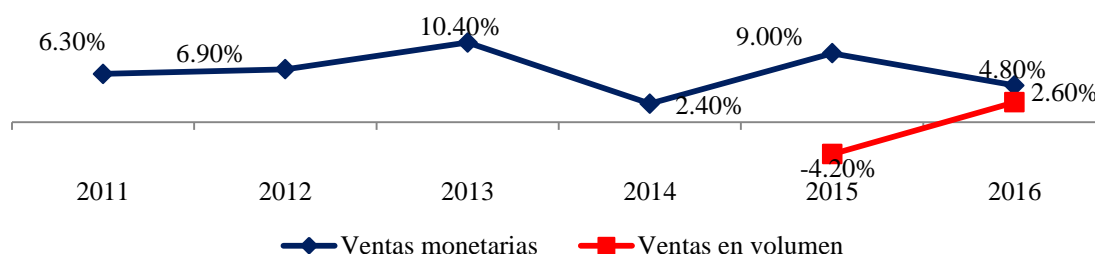
Elaboración: Propia.

2.1.7.5. Cuidado del hogar

En los últimos siete años, la categoría de cuidado del hogar ha tenido auges y caídas; en el primer semestre del año 2016, sus ventas en volumen se recuperaron alcanzando un crecimiento de 2.6%, después de la caída que registraron en el año 2015 (-4.2%). En cuanto a sus

ventas monetarias, estas alcanzaron un crecimiento de 4.8%.

**Figura 24: Evolución de las ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado del hogar
(En porcentaje)**

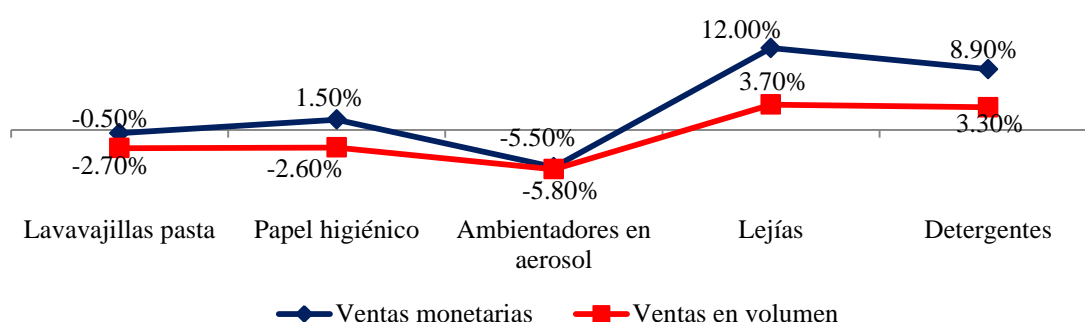


Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

La subcategoría de lejías fue la que mostró un mayor crecimiento de sus ventas monetarias (12.0%) y en volumen (3.7%), respecto a similar periodo del año anterior. Por el contrario, los ambientadores en aerosol registraron caídas de 5.5% y 5.8% de sus ventas monetarias y en volumen, respectivamente.

**Figura 25: Ventas monetarias y en volumen de la categoría cuidado del hogar por tipo de productos, enero-junio 2016
(En porcentaje)**



Fuente: CCR. (2016). Perú: Market Trends.

Elaboración: Propia.

2.1.8. B2B

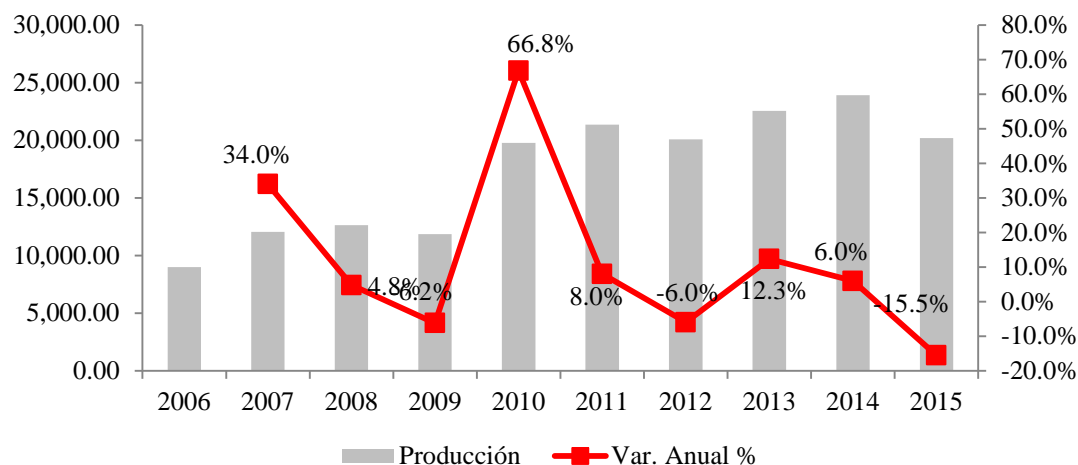
B2B (*business to business*) es el modelo de negocio en donde las transacciones de bienes o de servicios se realizan entre dos empresas. Según al estudio global de PwC sobre el sector B2B existe un crecimiento potencial en el Perú de 12.8% anual frente al promedio mundial (3.4%), para el año 2018.

2.1.9. Acuicultura

De acuerdo con la Encuesta Global sobre Alimento Balanceado de Alltech 2017, a nivel mundial, las ventas de los alimentos balanceados para acuicultura han crecido en un 12% en el año 2016, siendo Europa la región que ha destacado más, gracias al incremento de las ventas en países como Francia, Alemania, Reino Unido y Turquía. En los últimos seis años se ha observado un crecimiento en este sector, gracias al mayor consumo de peces cultivados. Se espera que esta tendencia continúe.

A nivel nacional, la producción acuícola ha crecido a una tasa promedio ponderada de 9.4%, en el periodo 2006-2015, es así que la acuicultura se ha convertido en un sector importante, gracias a la innovación de nuevas técnicas de cultivo de especies hidrobiológicas. En el año 2015, se observa una caída de -15.5% de la producción, como consecuencia del Fenómeno de El Niño. Cabe resaltar que el incremento de la producción acuícola también trae consigo el crecimiento de las ventas de alimentos balanceados para estas especies.

Figura 26: Perú: Producción de recursos hidrobiológicos congelados procedentes de la acuicultura, 2006-2014 (TMB)



TMB: Toneladas métricas brutas.

Fuente: Ministerio de la Producción. (2015). Anuario estadístico pesquero y acuícola. Extraído el 27 de febrero del año 2017 de <http://www.produce.gob.pe/documentos/estadisticas/anuarios/anuario-estadistico-pesca-2015.pdf>.

Elaboración: Propia.

2.1.10. Proyecciones del sector alimentario

2.1.10.1. Consumo de alimentos

Un mejor performance de la economía peruana y de las perspectivas del consumo privado hace presagiar un mejor desempeño de la industria de alimentos y bebidas en el país. Además se espera que la población continúe aumentando rápidamente de 31.4 millones en el 2015 a 33.2 millones en el 2021, lo que será un impulso adicional al consumo de alimentos. De acuerdo con Business Monitor International, se espera que el consumo de alimentos alcance los 129.5 mil millones de soles para el 2021.

Los fabricantes más pequeños podrán beneficiarse del mejor poder adquisitivo de las personas y su gusto creciente por alimentos envasados y procesados, para ello

deberán lanzar nuevos productos innovadores y aumentar su capacidad de producción.

Por su parte, el consumo per cápita, entre los años 2008 y 2013, en términos monetarios, incrementó en 9.4%. Se espera que durante los próximos años, el consumo per cápita continúe creciendo, aunque a un ritmo más ligero que en los años precedentes, a una tasa promedio de 8.2%.



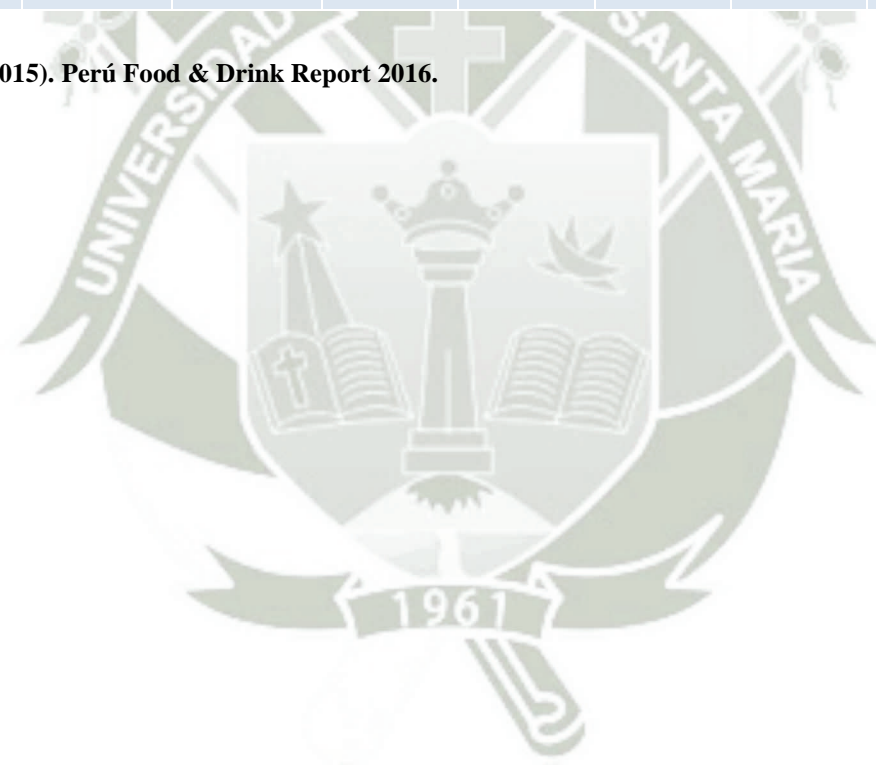
Tabla 5: Proyecciones del consumo de alimentos, 2012-2021

	2012	2013	2014	2015	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p
Consumo de alimentos, PEN miles de millones	57.6	63.6	69.9	76.4	83.2	90.9	99.2	108.4	118.5	129.5
Consumo de alimentos, variación anual %	12.9%	10.4%	9.9%	9.2%	8.9%	9.3%	9.1%	9.4%	9.3%	9.3%
Consumo de alimentos, PEN per cápita	1,911.4	2,082.3	2,257.4	2,434.5	2,617.2	2,824.4	3,046.1	3,292.2	3,609.6	3,906.6

p: proyectado.

Fuente: Business Monitor International (2015). Perú Food & Drink Report 2016.

Elaboración: Propia.



2.1.10.2. Mantequilla

La industria láctea se concentra en las manos de Gloria SA y Dairy Partners, empresa conjunta entre Nestlé y Fonterra Co-operative Group de Nueva Zelanda, con Gloria teniendo la mayor parte de la producción nacional y una participación de mercado de alrededor del 60%. Las expectativas son que la inversión futura en la producción de los principales competidores, además del crecimiento demográfico y de las preferencias dietéticas continuará impulsando el consumo de productos lácteos en Perú. La producción de la mantequilla se ha mantenido a lo largo de los años como se demuestra en la tabla inferior, pero se espera un incremento de las ventas de mantequilla en toneladas, por lo que se espera también que incrementen las importaciones de este producto.

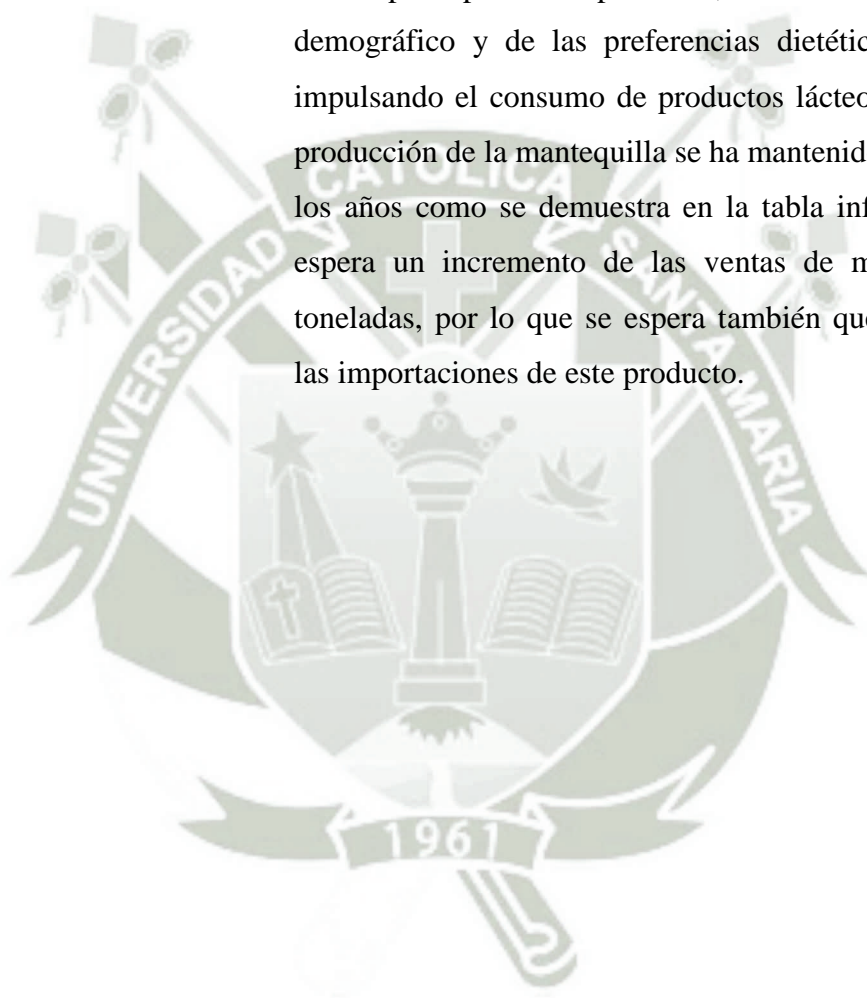


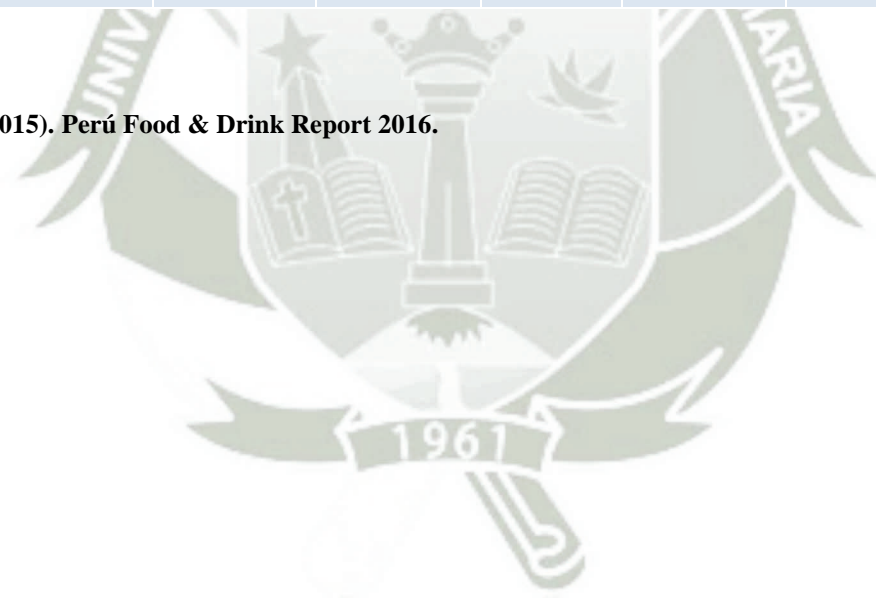
Tabla 6: Proyecciones de la producción y ventas de mantequilla, 2012-2021

	2012	2013	2014	2015	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p
Producción de mantequilla, toneladas	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0	1,369.0
Ventas de mantequilla, toneladas	4,472.3	4,505.7	4,492.3	4,466.8	4,472.6	4,492.7	4,522.3	4,581.6	4,637.1	4,693.3
Exportaciones de mantequilla, toneladas	4.0	3.9	3.9	3.6	3.7	3.7	3.8	4.0	4.1	4.2
Importaciones de mantequilla, toneladas	3,107.4	3,140.6	3,127.2	3,101.4	3,107.2	3,127.3	3,157.0	3,216.6	3,243.9	3,271.5

p: proyectado.

Fuente: Business Monitor International (2015). Perú Food & Drink Report 2016.

Elaboración: Propia.



2.1.10.3. Pasta

La pasta es uno de los alimentos básicos en la dieta de los peruanos y es ampliamente utilizada en la preparación de una variedad de comidas tradicionales. El mercado de las pastas ya es relativamente maduro en términos de consumo en volumen, por lo que para que se estimule su crecimiento se deberá recurrir a la innovación y promociones adicionales.

El mercado es suministrado principalmente por productores nacionales, Alicorp S.A. es la empresa que controla alrededor de la mitad del mercado de pastas, siendo su principal marca Don Vittorio. Por su parte, la empresa Molitalia S.A. controla un tercio del mercado con su principal marca, que lleva el mismo nombre.

En la tabla inferior se observa que la producción permanecerá constante, debido a que el volumen de ventas, empezará a decrecer ligeramente desde el 2016, lo que dará lugar a un incremento de las importaciones.

Tabla 7: Proyecciones de la producción y ventas de pastas, 2012-2021

	2012	2013	2014	2015	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p
Producción de pasta sin cocer, toneladas	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4	261,070.4
Ventas de pasta sin cocer, toneladas	229,483.5	230,510.9	230,705.7	232,413.1	231,296.4	232,282.5	231,740.2	229,993.0	228,029.0	226,081.7
Ventas de pasta sin cocer, kg per cápita	7.6	7.5	7.4	7.4	7.3	7.2	7.0	7.0	6.9	6.8
Exportaciones de pasta sin cocer, toneladas	32,799.1	31,832.2	31,701.1	30,047.1	30,219.5	30,291.2	30,893.6	32,703.3	34,586.3	36,577.7
Importaciones de pasta sin cocer, toneladas	1,212.2	1,272.8	1,336.4	1,389.9	1,445.5	1,503.3	1,563.4	1,625.9	1,689.3	1,755.1

p: proyectado.

Fuente: Business Monitor International (2015). Perú Food & Drink Report 2016.

Elaboración: Propia

2.1.10.4. Aceites y grasas

El Perú tiene una pequeña pero bien establecida base de producción de aceite de oliva, ampliada en los últimos años por la creación de nuevas plantas. Según fuentes locales, Perú tiene alrededor de 9,500 hectáreas de olivares, de los cuales casi 80% son productores de aceite. La industria está fragmentada, con sólo cuatro o cinco jugadores capaces de comercializar sus productos a nivel nacional. Las exportaciones han crecido fuertemente, debido a la creciente demanda de Canadá y Colombia, en particular.

Sin embargo, se ha planteado cierta preocupación debido al aumento de las importaciones de aceite de oliva. Según declaraciones de la Asociación Pro Olivo Peruana, los productores locales se han visto afectados por la subvención de las entradas de aceite de oliva español en Perú. Pro Olivo es una organización privada que cubre el 100% de los derivados del aceite en Perú y 90% de sus exportaciones de aceite de oliva.

Durante el período de pronóstico 2014-2021, sólo se espera que la categoría de aceite de soya crudo registre modestas de crecimiento. Se espera que las ventas de aceite de oliva virgen permanezcan planas, mientras que las de margarina tendrán una ligera contracción, según el informe Food and Drink de Business Monitor International (2015).

Tabla 8: Proyecciones de la producción y ventas de aceites y grasas, 2012-2021

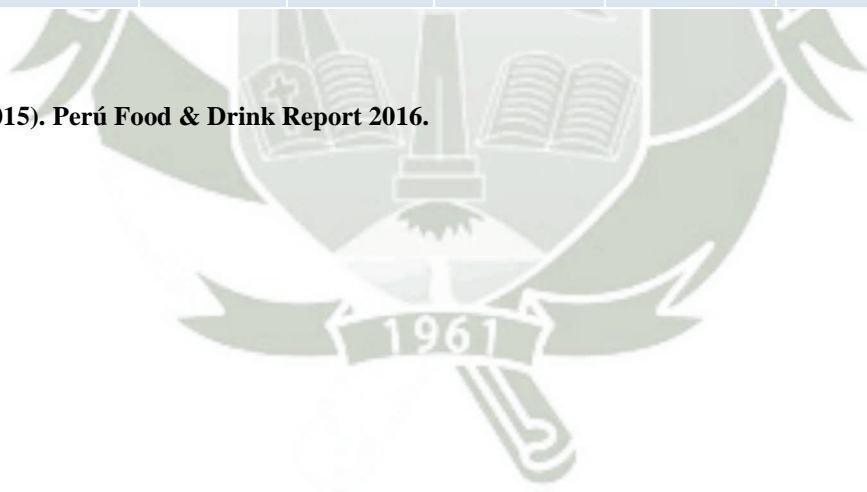
	2012	2013	2014	2015	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p
Aceite de oliva virgen, producción, toneladas	54,623	54,623	54,623	54,623	54,623	54,623	54,623	54,623	54,623	54,623
Ventas de aceite de oliva virgen, toneladas	54,369	54,373	54,372	54,379	54,377	54,375	54,361	54,358	54,301	54,245
Ventas de aceite de oliva virgen, kg per cápita	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
Exportaciones de aceite de oliva virgen , toneladas	329.4	324.2	323.4	314.4	315.3	315.7	319.0	328.9	338.8	349.0
Importaciones de aceite de oliva virgen, toneladas	75.4	73.8	72.2	70.6	69.0	67.4	65.8	64.2	62.6	61.0
Grano puro de aceite de soya producción, toneladas	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0	540.0
Ventas de crudo de aceite de soya, toneladas	417,211	433,245	426,797	414,342	417,157	426,864	441,206	469,974	485,294	501,114
Ventas de crudo de aceite de soya, kg per cápita	13.8	14.2	13.8	13.2	13.1	13.3	13.6	14.3	14.8	15.1

Exportaciones de aceite de soya puro , toneladas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Importaciones de aceite de soya puro toneladas	416,671	431,705	426,257	413,802	416,617	426,324	440,666	469,434	455,049	469,902
Margarina producción, toneladas	13,395	12,995	12,595	12,195	11,795	11,396	10,996	10,596	10,213	9,845
Ventas de margarina, toneladas	20,502	20,412	19,888	19,250	18,904	18,691	18,566	18,718	18,852	18,988
Ventas de margarina, kg per cápita	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Exportaciones de margarina , toneladas	5.6	4.7	4.6	3.1	3.2	3.3	3.9	5.5	5.7	5.8
Importaciones de margarina, toneladas	7113	7422	7298	7058	7112	7299	7575	8128	7853	8142

P: proyectado

Fuente: Business Monitor International (2015). Perú Food & Drink Report 2016.

Elaboración: Propia.



2.1.10.5. Confitería

Las ventas de confitería en Perú están siendo impulsadas por el aumento del consumo privado y la creciente disponibilidad de productos importados. Con grandes diferencias en los ingresos en todo el país, la confitería tiene mayor consumo en las principales ciudades, donde los consumidores tienen acceso a tiendas de comestibles modernas o puntos de venta. Debido a que la conciencia de la salud está creciendo, hay una clara tendencia hacia el consumo de productos alimenticios saludables, incluyendo opciones de confitería más saludables, especialmente entre los jóvenes (Business Monitor International, 2015).

De acuerdo con la siguiente tabla se observa que la producción de confitería de azúcar es la misma hasta el año 2021 en que se proyecta. Pero las ventas de confitería por kg per cápita sí aumentan a partir del 2018 hasta el 2021, después de haberse reducido en los años anteriores.

Tabla 9: Proyecciones de la producción y ventas de confitería, 2012-2021

	2012	2013	2014	2015	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p
Confitería de azúcar, producción , toneladas	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885
Ventas de confitería de azúcar, toneladas	52,285	55,724	54,438	52,217	52,757	54,716	57,517	63,024	66,188	69,510
Ventas de confitería de azúcar, kg per cápita	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1
Exportación de confitería de azúcar, toneladas	3,026	2,845	2,821	2,511	2,544	2,557	2,670	3,008	3,138	3,273
Importación de confitería de azúcar, toneladas	45,427	48,684	47,374	44,844	45,416	47,388	50,302	56,139	58,521	61,004
Ventas de chicle, PENmn	77.46	85.57	92.96	100.82	109.47	119.08	129.36	140.78	153.07	166.43
Ventas de chicle, PEN per cápita	2.60	2.80	3.00	3.20	3.40	3.70	4.00	4.30	4.62	4.96
Ventas de chicle, USDmn	29.37	31.66	32.74	31.65	34.21	37.80	41.73	44.55	44.51	47.47

p: proyectado.

Fuente: Business Monitor International (2015). Perú Food & Drink Report 2016.

Elaboración: Propia

2.2. La Empresa

2.2.1. Administración y Gerencia

2.2.1.1. Reseña Histórica

La historia de la empresa comienza cuando el Grupo Romero obtiene Anderson Clayton en 1971, la cual se dedicaba a la elaboración de grasas comestibles y aceites; el nombre de la empresa ese año era Compañía Industrial Perú Pacífico S.A (CIPPSA).

En el año 1993, la empresa se fusionó con Calixto Romero S.A y Oleaginosas Pisco dedicadas al mismo rubro.

Para el año 1995, la empresa adquirió La Fabril S.A dedicada a la producción de aceites, grasas comestibles, fideos, harinas, galletas y a su comercialización, posteriormente absorbieron la empresa Consorcio Distribuidor S.A.

La adquisición de Nicolini y Molinera del Perú fue en el año 1996 y un año después el nombre de la empresa cambio a Alicorp S.A.A.

La empresa comenzó a operar en el Centro de Distribución Central en el Predio Central en el año 1999, donde operaba con cinco almacenes que fueron dirigidos anteriormente de forma aislada.

Posteriormente, se obtuvo la empresa Alimentum S.A, que se ocupaba de la comercialización de helados Lamborgini y para el año 2005 se obtuvieron las marcas de Marsella, Opal y Amigo, fecha en la cual también la empresa empezó con la exportación de sus productos.

En el año 2014 la empresa adquirió a Global Alimentos, que era considerada la primera en el mercado de cereales.

Hasta el año 2017, Alicorp produce en otros 5 países: Argentina, Brasil, Chile, Ecuador y Colombia., además sus productos se encuentran aproximadamente en más de 23 países.

2.2.1.2. Misión

Transformar los mercados por medio de sus marcas líderes, para originar nuevas experiencias en los consumidores. Buscan mejorar, crear y descubrir constantemente para generar valor y bienestar en la sociedad.

2.2.1.3. Visión

Ser los primeros en los mercados de su competencia.

2.2.1.4. Objetivos Empresariales

Los principales objetivos de Alicorp, son los siguientes:

- Triplicar el valor de la empresa para el año 2021.
- Facturar \$ 5,000 MM para el 2021.
- Lograr que el 50% de la facturación de la empresa provenga del negocio internacional.
- Pertenecer al Top 10 de las empresas de Latinoamérica.
- Duplicar el volumen respecto a la categoría Home & Personal Care.

2.2.1.5. Pilares Estratégicos

Los principales pilares expuestos son los siguientes:

- **Crecimiento**

Incrementar las ventajas competitivas de la empresa en el Perú para poder crecer sosteniblemente a largo plazo. Dichas ventajas son las siguientes:

Go to market: Su red de distribución está conformada por 250 mil y 284 puntos de venta en el canal moderno y tradicional.

Gestión de marcas: Para que la empresa cree valor y lo capture plantea ganar experiencia en la segmentación del mercado y en su posicionamiento.

Conocimiento del consumidor: Si la empresa cuenta con un amplio conocimiento del mercado y de las necesidades del consumidor, es más, sencillo que pueda innovar.

- **Eficiencia**

Personal capacitado y procesos adecuados para cumplir correctamente con las operaciones de la empresa y de esta manera minimizar los costos.

- **Gente**

Tanto como la empresa, el personal y los clientes son un equipo que trabajan en conjunto para un bien común, y promueven e impulsan los talentos de sus colaboradores.

Figura 27: Implementación de la cultura de eficiencia en la organización, 2016

I. Cadena de Suministros
Reducir procedimientos internos para optimizar procesos y generar eficiencias.
II. Organización e Infraestructura
Desarrollar y optimizar el diseño organizacional actual que asegure una estructura óptima y sostenible.
III. Go-To-Market
Reevaluar su estrategia <i>Go To Market</i> para que puedan maximizar su alcance y reducir costos.
IV. Portafolio, Precio e Innovación
Revisar sus estrategias de marcas y posicionamiento de sus productos, que incrementen sus ventas y utilidades a través de la estrategia <i>pricing</i> .
V. Cultura
Empleo del <i>Role Modeling</i> , comunicación activa, estructura de incentivos y capacitación para comunicar una cultura de eficiencia.

Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

2.2.1.6. Valores Empresariales

Alicorp presenta los valores que destacan en la empresa:

- **Liderar con pasión**
Se pretende no solo crecer en el mercado sino mantenerse con gente comprometida y satisfecha.
- **Agilidad y Flexibilidad**
Captar los requerimientos de los consumidores rápidamente y sintetizar la información para poder plantear soluciones.

- **Respeto**

Consideración a cada miembro de la empresa o persona externa sin tener ningún prejuicio ni causar ninguna ofensa.

- **Conexión**

Tener la mejor relacion para que de esta manera se cumplan con todos los propositos determinados.

- **Confianza**

En la empresa se tiene firme esperanza y estímulo en que todos actúen de la mejor forma al igual que las operaciones que se realizan sean lo más confiables para los clientes.

2.2.1.7. **Políticas de la Empresa**

- **Política de Calidad**

Alicorp está comprometida en aplicar rigurosos estándares de calidad para cada uno de los productos que elabora, desarrolla, comercializa e insumos que emplea, para poder cumplir con las expectativas y satisfacción de sus clientes con la mejora continua de sus procesos y el constante desarrollo de su personal.

- **Política de Seguridad Alimentaria**

Están dispuestos a tomar las medidas necesarias para evitar la remota contaminación física, biológica o física de los alimentos que elaboran y cumplen con todas las condiciones sanitarias legales para el fiable consumo de sus clientes.

- **Política Ambiental**

Prevenir la contaminación, utilizar correctamente la energía y mejorar continuamente las operaciones de

la empresa con el propósito de minimizar el impacto ambiental.

- **Política de Seguridad y Salud Ambiental**

Evitar que las personas sufran alguna lesión o daño a su salud en sus instalaciones y a suprimir los daños materiales, para ello fomentan el trabajo seguro desarrollando capacitaciones y entrenamiento a su personal y así poder reducir los riesgos y cumplir con la legislación.

- **Política de Mantenimiento**

Se compromete a lidiar con las fallas que se presenten en los equipos de producción y a mantener en perfectas condiciones las instalaciones, para ello planifican los mantenimientos preventivos de cada equipo y optimizan los costos.

- **Política de Protección frente al Narcotráfico y al Terrorismo**

Comprometidos con tomar decisiones y acciones preventivas para evitar que las operaciones de la empresa sean vinculadas con el narcotráfico y terrorismo, llevan el control de sus productos y de las operaciones que realizan, también de la información ya que puede ser mal empleada, por ello realiza capacitaciones a su personal y lo evalúa constantemente.

2.2.1.8. Organigrama

Figura 28: Equipo directivo corporativo Alicorp S.A.A, 2016



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Equipo directivo corporativo de Alicorp S.A.A. Extraído el 24 de enero del año 2017 de [http://www.grupoalcorp.com/alcorp-paises/nosotros/equipo-directivo-corporativo\(94\).html](http://www.grupoalcorp.com/alcorp-paises/nosotros/equipo-directivo-corporativo(94).html)

2.2.1.9. Descripción de Áreas Funcionales

- **CEO**

En esta área se encuentra la persona que tiene las responsabilidades más grandes con la organización o corporación, se encarga de informar al directorio sobre el estado de la empresa, y el responsable tiene que velar por la visión de la misma al igual que en sus estrategias.

- **Finanzas**

En esta área el personal se encarga de incrementar el valor de la empresa e idear estrategias para alcanzar ese fin, para ello hace medible las mismas, cuando logra saber los recursos que necesitan para llegar a cumplir con las metas previstas, la empresa debe ir bajo la línea indicada

- **Recursos Humanos**

Las actividades principales que realiza esta área, es la planificación de las planillas, la selección del personal y su formación, administración del personal, función de retribución, relaciones laborales, servicios sociales.

- **Supply Chain**

Área encargada de organizar y gestionar todas las operaciones de adquisición, elaboración y distribución de los productos que la empresa coloca a sus clientes.

La gestión empieza desde la recepción de la materia prima hasta la entrega del producto final, para ello es importante que existan capacidades de gestión, comunicación y negociación.

Sus principales responsabilidades son conseguir los precios más adecuados y obtener las cantidades

apropiadas, también cubrir con las necesidades del mercado de tal manera que siempre cuenten con el stock necesario. Además de hacer relaciones estratégicas para incrementar el valor de la empresa y de esta forma tener una cadena más eficiente.

- **Consumo Masivo**

Esta área tiene por mandato realizar los despachos de los productos tomando en cuenta las características destacadas por los clientes, supervisar los puntos de venta de sus líneas de productos y su distribución, registro de las operaciones de ventas y la atención de los reclamos de los clientes, análisis las ventas y elaboración de propuestas y técnicas de ventas adecuadas tanto internamente e internacional.

- **Negocio B2B**

El área establece diferentes estrategias para hacer llegar todos los productos que ofrece la empresa a los clientes, de acuerdo a los intereses y a cada nicho de mercado, especialmente al cliente potencial que es otra empresa. Requiere de transacciones más complejas, por lo que cada operación o gestión debe ser revisada al detalle de acuerdo a la propuesta de valor, ya que también es más difícil conseguir un nuevo cliente por las dimensiones de las compras.

- **Acuicultura**

La actividad que realiza esta área es de organización, planificación, promoción de la explotación de los recursos marítimos para la elaboración de la harina de pescado, analizar los procesos y los instrumentos con las especificaciones del mercado.

2.2.1.10. Estrategias de la empresa

Con el objetivo de seguir creciendo y consolidándose en el mercado, Alicorp, en una presentación del tercer trimestre del año 2016, dio a conocer sus estrategias para cada línea de negocio, teniendo siempre en cuenta sus principales pilares estratégicos.

Hasta el año 2014, Alicorp mantuvo su estrategia de crecimiento en base a la adquisición de diferentes empresas relacionadas a su *core business*. Sin embargo desde ese año y en adelante, la empresa ha tomado la decisión de crecer orgánicamente, para ello planea como línea estratégica dar mayor valor agregado a sus productos y lograr una alta recordación de sus marcas. De esa manera, la empresa tiene como meta crecer al mismo ritmo de crecimiento de la clase media en Latinoamérica.

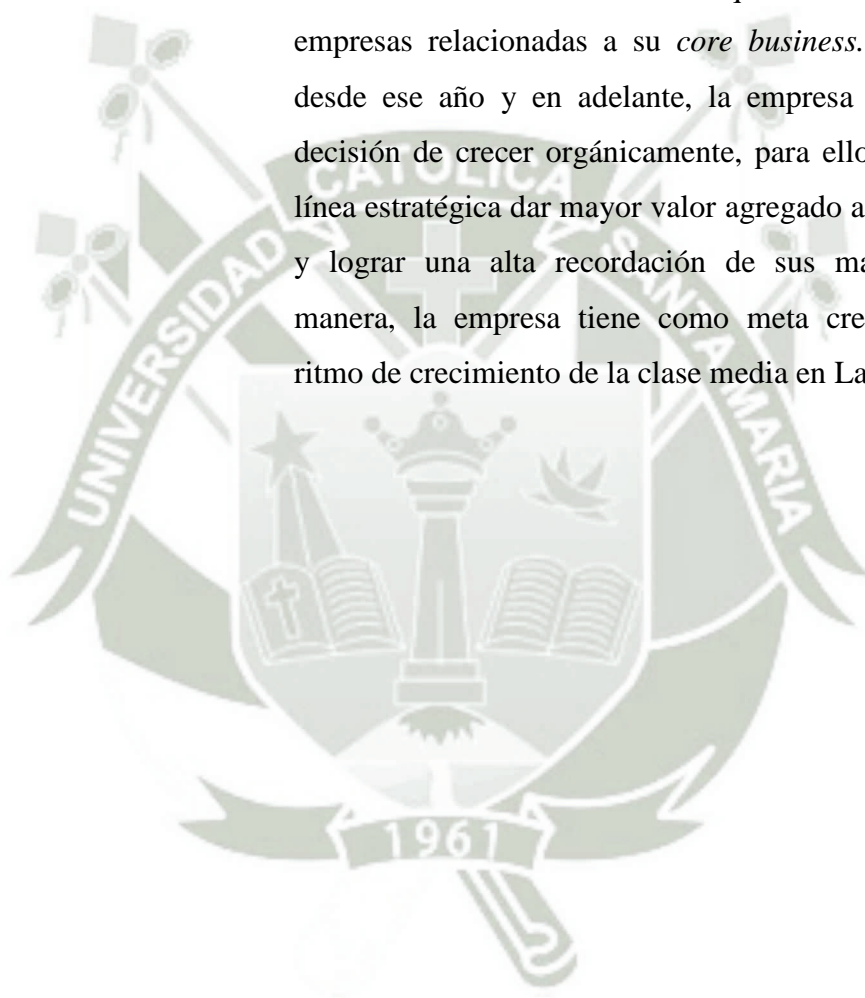


Tabla 10: Estrategias de Alicorp S.A.A

		Consumo Masivo Perú		B2B	Consumo Masivo Internacional	Acuicultura
Personas	Crecimiento	Aceites y lavandería	Pastas y salsas	Food service	Región Andina y Brasil	Alimento para camarón
		Crecer y mantener el liderazgo en el mercado		Continuar creciendo fuera de la capital	Crece en la Región Andina (Ecuador y Bolivia)	Ingresa a Centro América
				Aumentar la oferta de productos y así conseguir nuevos clientes	Crece en las ciudades Minas Gerais, Espírito Santo y Río de Janeiro	Dar mayor valor agregado a los productos
	Eficiencias	Galletas		Harinas industriales	Argentina	Alimento de peces
		Rediseñar la estrategia de precios				
		Mejorar el ratio de ventas netas				
		Lograr mayor eficiencia en la compra de <i>commodities</i>				
		Optimizar el portafolio de productos				
		Mejorar su estrategia <i>go to market</i>				

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Conference Call. Extraído el 02 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/conference-calls.html>

Elaboración: Propia.

2.2.1.11. Accionistas y directorio

El accionariado de Alicorp está compuesto por seis principales accionistas, pertenecientes a los grupos económicos más importantes del país. Entre ellos se encuentran Birmingham Merchant (11.0%), AFP Integra (10.4%), Prima AFP (8.4%), Grupo Piurano de Inversiones (7.8%), Profuturo AFP (7.0%) y Atlantic Security Bank (5.5%).

Tabla 11: Estructura Accionaria, 2016

Accionista	Número de acciones	Participación	Grupo económico
Birmingham Merchant	93,547,435	11.04%	
AFP Integra S.A.	86,830,494	10.37%	Grupo Inversiones Suramericana
Prima AFP	72,718,996	8.38%	Credicorp Ltd.
Grupo Piurano de Inversiones	66,001,799	7.79%	Grupo Romero
Profuturo AFP	58,583,116	6.97%	The Bank of Nova Scotia
Atlantic Security Bank	46,508,896	5.49%	Credicorp Ltd.
Otros	423,000,995	49.96%	

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Fact sheet. Extraído el 04 de febrero del año 2017 de [https://www.alicorp.com.pe/alicorp-](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/2016.nov.fact_sheetspvdic.pdf)

[ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/2016.nov.fact_sheetspvdic.pdf](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/2016.nov.fact_sheetspvdic.pdf)

Elaboración: Propia.

Los miembros del directorio actual permanecen en su cargo desde marzo del año 2013 y fueron elegidos por la Junta General de accionistas. Todos ellos cuentan con estudios en administración y economía y experiencia en los sectores comercio, industria y servicios.

Tabla 12: Directorio, 2016

Directorio	
Dionisio Romero Paoletti	Presidente
Luis Romero Belismelis	Vicepresidente
José Antonio Onrubia Holder	Director
Ángel Irazola Arribas	Director
Calixto Romero Guzmán	Director
Juan Escudero Velando	Director independiente
Arístides de Macedo Murgel	Director independiente
José Morales Dasso	Director independiente
Manuel Romero Belismelis	Director suplente
Rafael Romero Guzmán	Director suplente

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Fact sheet. Extraído el 04 de febrero del año 2017 de [https://www.alicorp.com.pe/alicorp-](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/2016.nov.fact_sheetspvdic.pdf)

[ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/2016.nov.fact_sheetspvdic.pdf](https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/descarga/pdf/2016.nov.fact_sheetspvdic.pdf)

Elaboración: Propia.

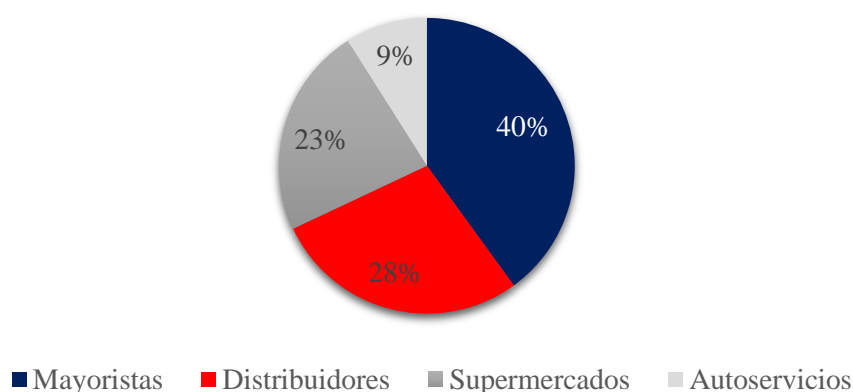
2.2.2. Marketing y Ventas

2.2.2.1. Clientes

Los clientes son los principales motivos por lo que la empresa tiene un lugar en el mercado y está posicionada, por ello hasta el año 2014 presenta la siguiente lista de clientes:

- **Argentina:** Conservan relacion con 545 clientes en el negocio de Consumo Masivo, para mantener la confianza, la empresa lleva a 31 de sus clientes con niveles altos de ventas a la casa matriz de Perú, tambien aplican el Trade Marketing, especialmente con sus clientes distribuidores. Los principales clientes en el pais son los mayoristas representados en un 40%, seguido de los distribuidores con un 28%, 23% los supermercados y por último los autoservicios con la ponderación de 9%.

**Figura 29: Argentina: Ventas por tipo de cliente, 2014
(En porcentaje)**

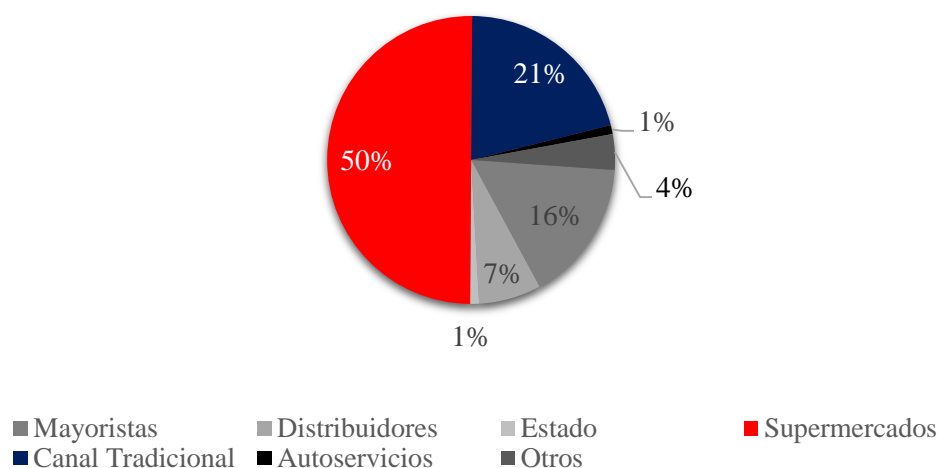


Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

- **Brasil:** En el negocio de consumo masivo tienen seis tipos de clientes, para lo cual elaboraron un plan estratégico para cumplir con las expectativas y necesidades de los mismos. Los clientes con una mayor ponderación son los supermercados con el 50% de ventas, seguido del canal tradicional con el 21%, mayoristas con el 16% y distribuidores con el 7%, los menos significativos son autoservicios y el Estado.

**Figura 30: Brasil: Ventas por tipo de cliente, 2014
(En porcentaje)**



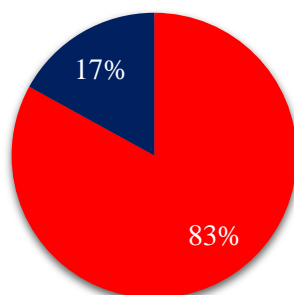
Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

- **Chile:** En el negocio de Vitapro cuentan con clientes de venta directa que cubren el 83% de las ventas y distribuidores el 17%. Desarrollaron un plan comercial para poder ampliar su cartera y brindar un mejor servicio personalizado.

Figura 31: Chile: Ventas por tipo de cliente, 2014

(En porcentaje)



■ Cientes Directos ■ Distribuidores

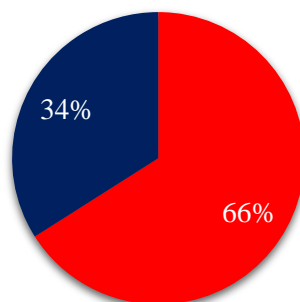
Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

- **Ecuador:** Para su negocio de Vitapro, tienen dos tipos de clientes, clientes directos que tienen el 66% de las ventas y también distribuidores con el 34%. Para un mejor servicio, aumentaron los asistentes técnicos para que puedan apoyar a los clientes.

Figura 32: Ecuador: Ventas por tipo de negocio, 2014

(En porcentaje)



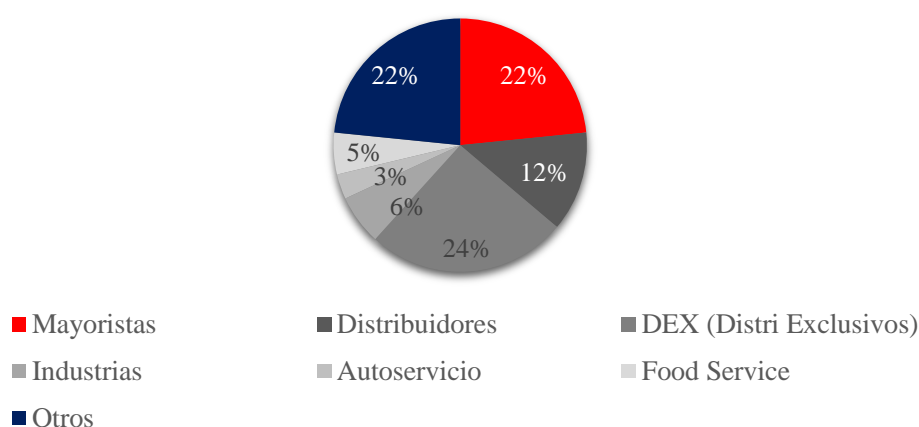
■ Cientes Directos ■ Distribuidores

Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

- **Perú:** En el negocio de consumo masivo y Alicorp soluciones, los clientes mas representativos son DEX con 24%, mayoristas 22%, otros 22% y los distribuidores con 12%, la empresa se preocupa por formar equipos que se involucren en las areas de transporte, distribucion, ventas y planeamiento para garantizar la satisfaccion de sus clientes.

**Figura 33: Perú: Ventas por tipo de negocio, 2014
(En porcentaje)**



Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia.

2.2.2.2. Competidores

Alicorp es la empresa líder de consumo masivo en el Perú y la segunda más grande en América Latina. Ninguno de sus competidores, en Perú, tiene un portafolio de productos tan diverso; es por ello que Alicorp posee diferentes competidores para cada una de sus líneas de productos.

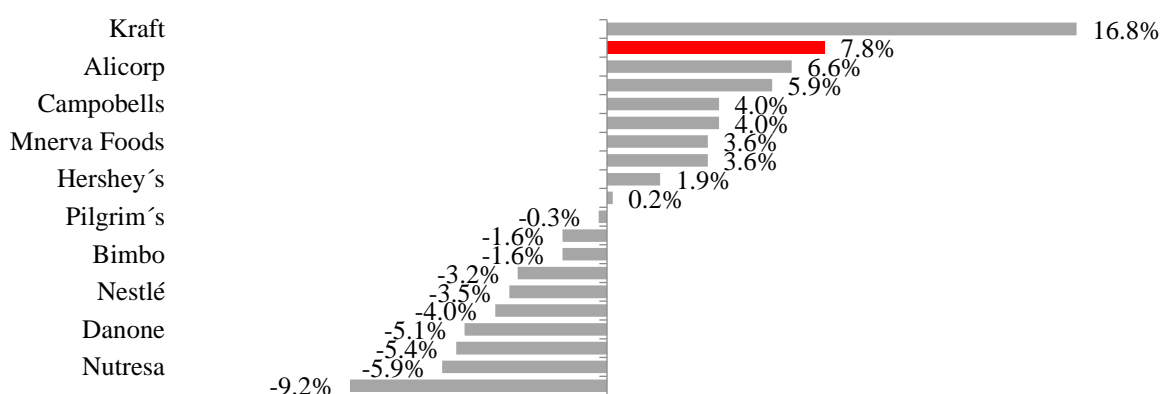
En Perú, los principales competidores de la empresa son Nestlé, Kraft, Unilever y P&G. Nestlé y Kraft compiten con Alicorp en el segmento de golosinas y galletas,

Unilever compite en el segmento de alimentos y detergentes y P&G también es un competidor dentro de la categoría de detergentes.

A continuación, se presenta el crecimiento de las ventas y ROIC⁴, de empresas comparables a Alicorp en Latinoamérica y el mundo.

Se observa el buen desempeño de las ventas de Alicorp, en comparación con otras empresas del sector, durante el periodo 2012-2015, mostrando un crecimiento promedio ponderado de 7.8%, siendo solo superada por la empresa Kraft (16.8%).

Figura 34: Empresas comparables: Crecimiento de las ventas, 2012-2015 (USD CAGR)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Resultados financieros Extraído el 19 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/conference-calls.html#>

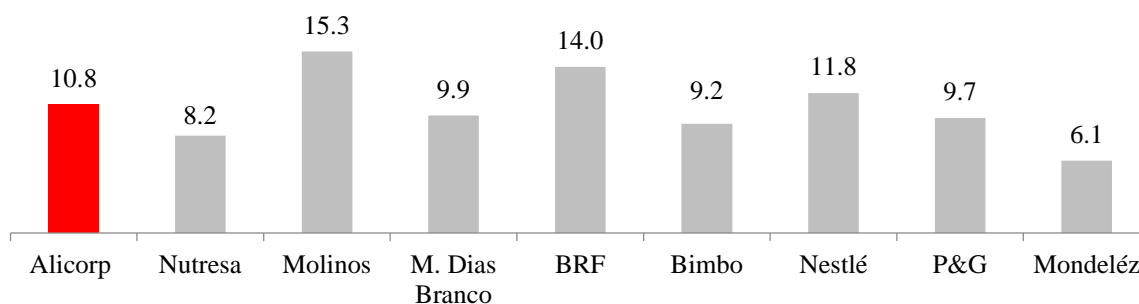
Elaboración: Propia.

El promedio del ROIC o retorno de capital invertido, que muestra la rentabilidad del capital en proyectos realizados por las empresas del sector, fue del 10.3%, en el 2015. Alicorp se ubicó ligeramente por encima de la media de la industria (10.8%), siendo superada por la empresa

⁴ El ROIC es calculado de la utilidad operativa menos las participaciones a los trabajadores y el impuesto a la renta, todo ello dividido entre el capital de trabajo más los activos fijos.

brasileña BRF, la argentina Molinos y la transnacional Nestlé.

Figura 35: ROIC, 2015
(En porcentaje)

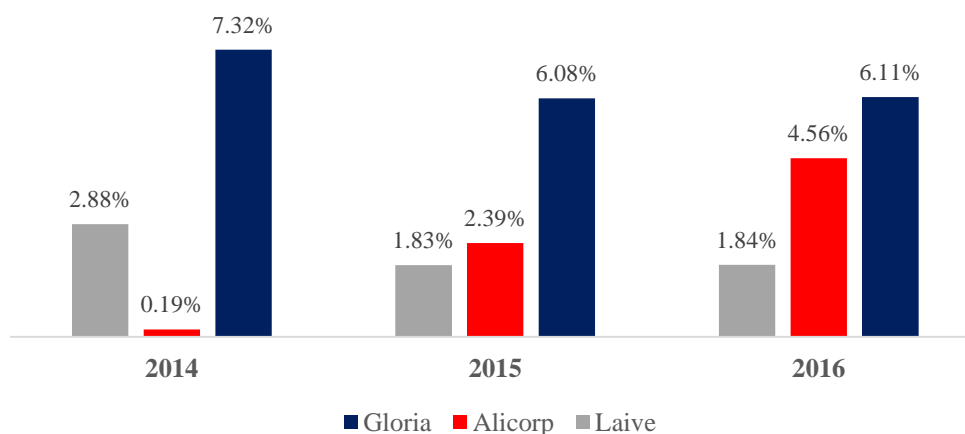


Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Resultados financieros Extraído el 19 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/conference-calls.html#>

Elaboración: Propia.

A continuación se muestra en los siguientes cuadros un análisis de Alicorp frente a sus principales competidores peruanos que cotizan en bolsa (Gloria y Laive).

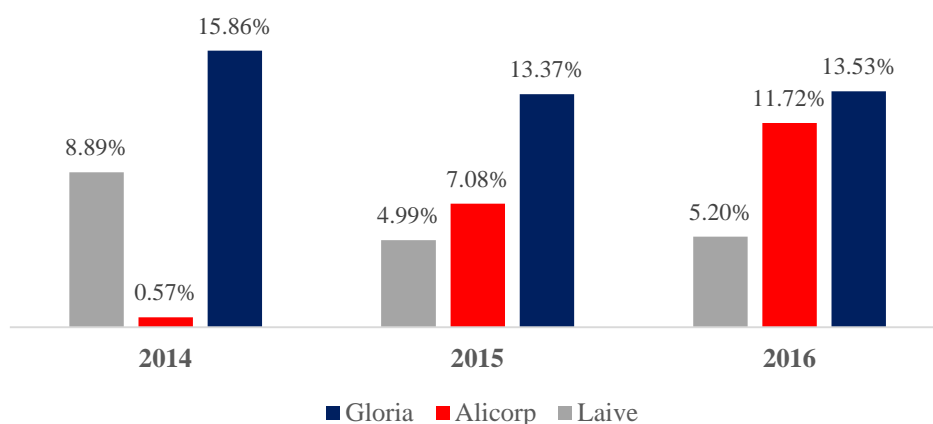
**Figura 36: Utilidad Neta/Ventas
(Años 2014-2016)**



Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD
Elaboración: Propia.

El ratio de utilidad neta/ ventas es mayor para la empresa Gloria durante los años 2014 al 2016 y ha tenido un aumento progresivo, seguido de Alicorp que para el año 2014 solo el 0.19% de las ventas fueron sus utilidades netas, debido a que tuvieron mayores gastos financieros y pérdidas por derivados, recuperándose para el año 2015 y aumentando para el año 2016. En el caso de Laive tuvo un mayor margen para el año 2014 y disminuyó para el año 2015, pero manteniéndose para el año 2016.

**Figura 37: ROE
(Años 2014-2016)**

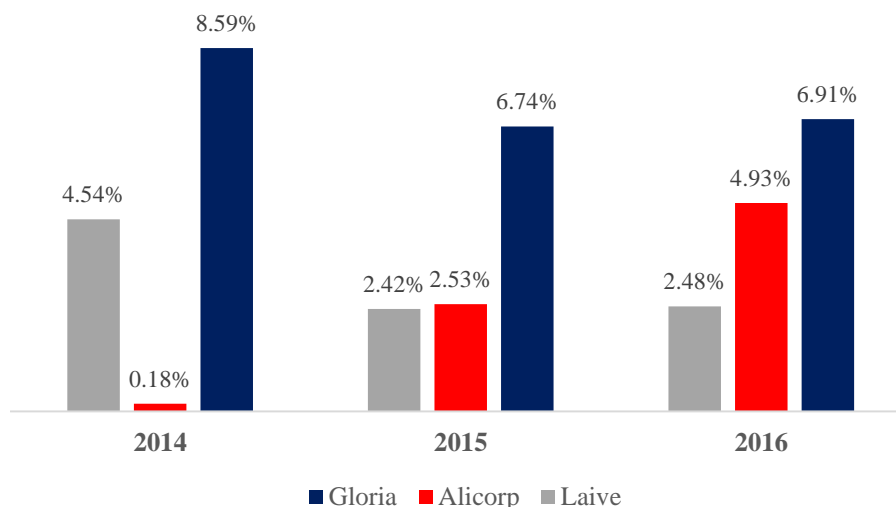


Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD

Elaboración: Propia.

El rendimiento obtenido por el fondo propio de los accionistas, para el año 2014, fue liderado por Gloria con el 15.86%, seguido de Laive con el 8.89% y Alicorp con el 0.57%, debido a sus mayores gastos y pérdidas por derivados. Para el año 2015, la rentabilidad financiera de la empresa Gloria disminuye a 13.37%, pero Alicorp se logra recuperar ya que disminuyó sus gastos financieros, tuvo menores costos en sus materias primas y mayores ingresos, de esta manera obtiene un rendimiento de 7.08% mayor al de Laive de 4.99% que disminuyó para ese año. Para el año 2016, las tres empresas aumentan sus rendimientos, primero Gloria con 13.53%, Alicorp con 11.72% y Laive con 5.20%.

**Figura 38: ROA
(Años 2014-2016)**



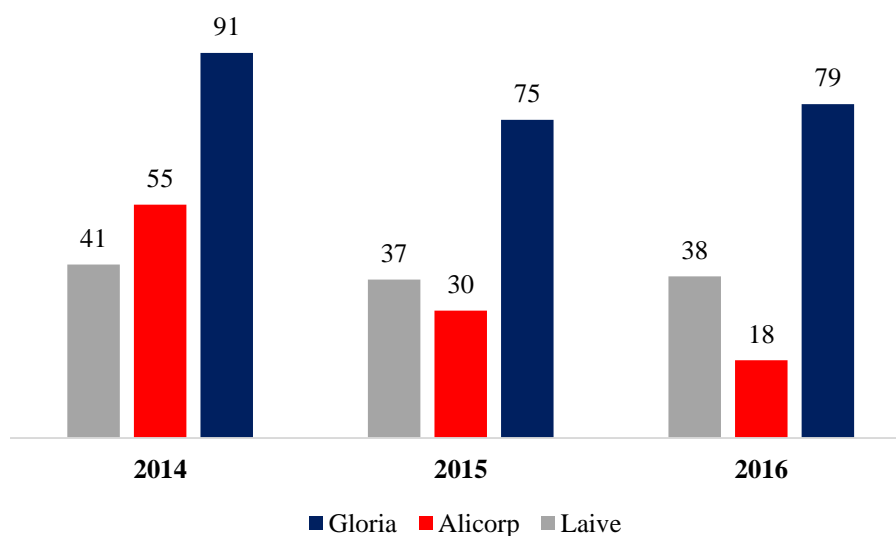
Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD

Elaboración: Propia.

La rentabilidad de los activos de la empresa para el año 2014, es liderado por la empresa Gloria con 8.59%, seguido de Laive con 4.54% y Alicorp con 0.18%, debido a los altos precios en las materias primas y la problemática que enfrentaba.

Para el año 2015, Alicorp se recupera teniendo una ligera ventaja sobre Laive con 2.53%. Laive fue alcanzada debido a que disminuyó su rentabilidad a 2.42%. Para el año 2016, Alicorp supera a Laive con 4.93% puesto que la empresa redujo sus costos e incrementó sus ventas, Laive se mantuvo con 2.48% y Gloria con 6.91%.

**Figura 39: Ciclo de conversión de efectivo, 2014-2016
(Días)**



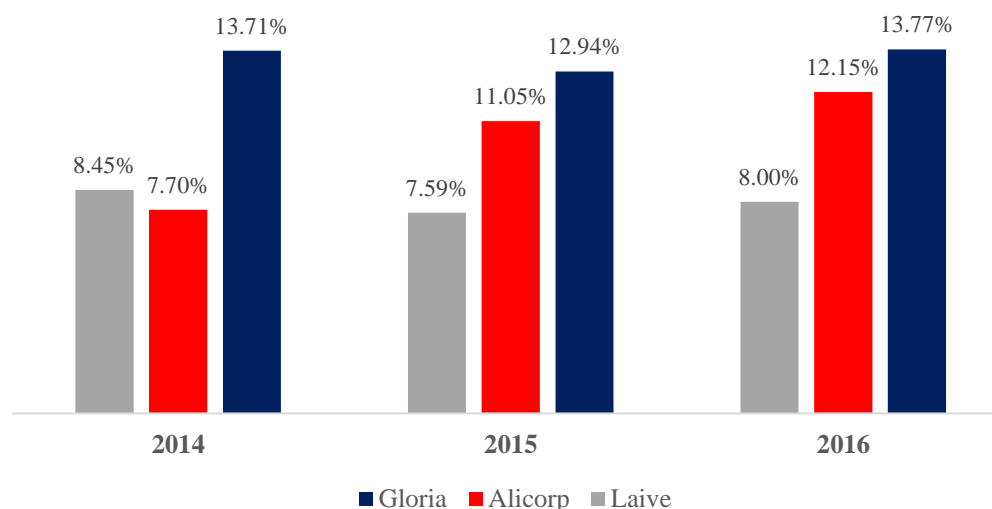
Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD

Elaboración: Propia.

El ciclo de efectivo como se puede ver en la figura de CCE, indica que para el año 2014 la empresa con mayor ciclo de efectivo es Gloria, seguido de Alicorp y por último Laive.

En el año 2015, Gloria disminuye su ciclo de efectivo, al igual que Alicorp y Laive, para el año 2016, Gloria tiene su ciclo de efectivo de 79 días, Alicorp 18 días y Laive 39 días. Siendo Alicorp la empresa con menor ciclo de efectivo al 2016, lo que quiere decir que la empresa ha logrado convertir más rápido sus compras, niveles de inventario a efectivo en relación con las otras empresas.

**Figura 40: Margen EBITDA
(Años 2014-2016)**

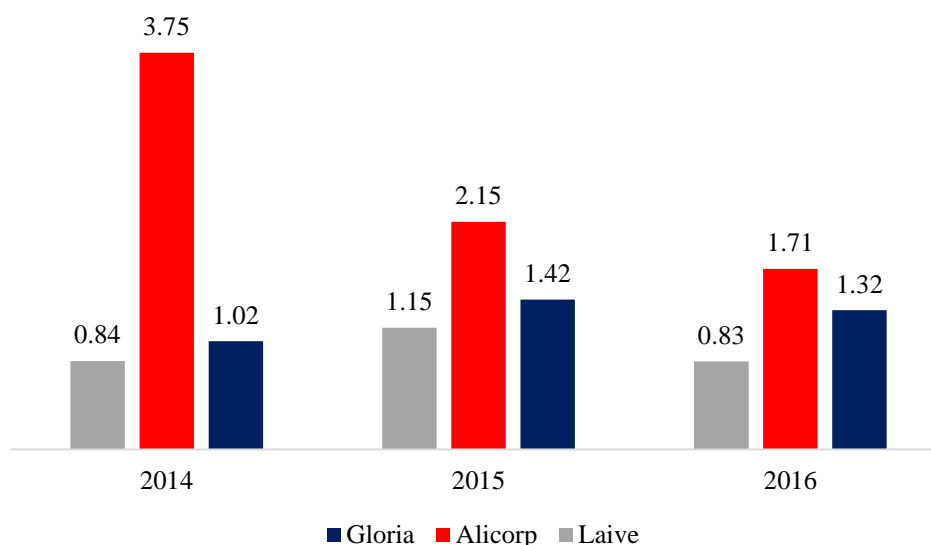


Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD

Elaboración: Propia.

El margen EBITDA del año 2014 para la empresa Gloria fue de 13.71%, para Laive de 8.45% y Alicorp de 7.70%. La empresa Gloria registro mayores ganancias sin considerar los gastos financieros, impuestos entre otros gastos contables. Para el año 2015, Gloria y Alicorp aumentaron sus márgenes pero la empresa Laive disminuyó su margen EBITDA a 7.59% y para el año 2016 Gloria tuvo un aumento en el ratio a 13.77%, Alicorp aumentó a 12.15% y Laive se mantuvo.

**Figura 41: Deuda/ EBITDA
(Años 2014-2016)**



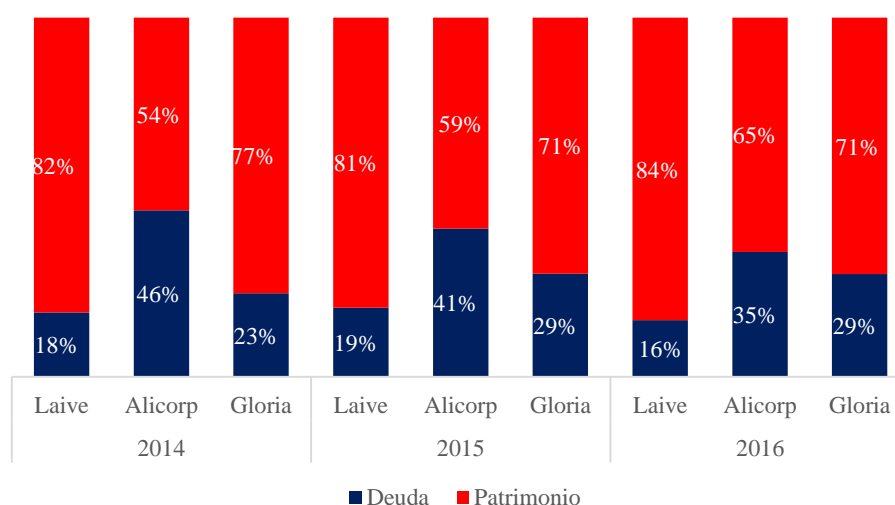
Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD

Elaboración: Propia.

El ratio de deuda/EBITDA, para el año 2014, fue el mayor para la empresa Alicorp, debido a que la empresa estaba muy apalancada y sus obligaciones financieras representaban 3.75 veces su EBITDA, todas estas obligaciones se dieron por las constantes adquisiciones que hacia la empresa y por las pérdidas en derivados.

Para el año 2015, Alicorp disminuyó el ratio a 2.15 veces, debido a que la empresa redujo su deuda en dólares al 18%, por su parte, la empresa Laive aumentó su ratio a 1.15 veces y la empresa Gloria aumentó a 1.42 veces. En el año 2016, Alicorp se recuperó notablemente reduciendo su ratio a 1.71 veces, puesto que la empresa reestructuró su deuda, Gloria disminuyó a 1.32x y Laive volvió a reducir su deuda con la misma estructura del 2014.

**Figura 42: Estructura de capital de empresas comparables
(Años 2014-2016)**



Fuente: SMV (2017). Información de empresas. Extraído el 10 de mayo del año 2017 de http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo.aspx?data=10322E29C4FDE5CE771085A5A711CC3D6F8F16BB4AC268F3E19C34050517A540F40BE46E91AA1ABD

Elaboración: Propia.

La estructura de capital de las empresas anteriormente mencionadas (Gloria, Alicorp, Laive) como se puede ver en la figura superior tienen por composición de su estructura en mayor proporción, el patrimonio, lo cual indicaría que es una característica del sector, puesto que resalta en las tres empresas del sector alimentario. La empresa que tiene mayor composición de patrimonio es Laive, seguido de Gloria y por último Alicorp.

Para el año 2014, Alicorp es la empresa con mayor deuda, pero ha ido reduciéndola hasta llegar al año 2016 con 35% de composición de esta y en el caso de Gloria, su deuda ha aumentado alrededor de estos años, llegando al 2016 con 29%, y Laive es la empresa con menor deuda al 2016 con el 16% de su composición.

Por otro lado, Alicorp es la empresa líder en bienes de consumo, donde compite con diferentes empresas internacionales como Procter & Gamble, Unilever, Mondelez, Nestlé, Carozzi, entre otros y sus productos son los primeros en el ranking como se puede ver en la siguiente tabla.

Tabla 13: Consumo Masivo Perú: Ranking de categorías de productos, (2016)

Ranking #1 sobre 10 categorías de productos 1/						
Categoría	Marca de fábrica	Cuota de mercado	Posición	% Ventas 2/	% de EBITDA 3/	Competidores
Detergente para ropa	Bolívar-Opal-Marsella	58%	#1	8.0%	18.5%	P&G- Intradevco
Aceites comestibles	Primor-Capri-Cocinero-Friol	51%	#1	7.8%	10.9%	ADM-IGASA
Pasta	Don Vitorio-Nicolini-Alianza-Sayon	50%	#1	5.8%	5.9%	Molitalia-Ade
Galletas	Casino-Tentación-Glacitas-Margarita	34%	#1	4.1%	-0.7%	Nestlé-Mondelez-San Jorge
Mayonesa	Alacena	95%	#1	2.8%	6.7%	Uniliver
Jabón de lavandería	Bolivar-Marsella-Jumbo	82%	#1	2.0%	4.8%	P&G- Industria del Espino S.A.
Cereales 4/	Angel	76%	#1	1.4%	2.5%	Nestle-Kelloggs
Margarinas	Manty-Sello de oro	66%	#1	1.1%	2.1%	Uniliver- Laive
Harina casera	Blanca flor- Favorita-Nicolini	42%	#1	1.1%	2.4%	Molitalia-Anita
Jugo en polvo	Negrita- Kanu- Yaps	69%	#1	0.3%	0.3%	Tresmontes Lucchetti-Mondelez
				33.3%	53.4%	

1/Participación de mercado para el período mayo-junio de 2016

2/Basado en las ventas consolidadas de LTM al 30 de junio de 2016

3/LTM al 30 de junio de 2016. Cálculo del EBITDA por categoría ex gastos corporativos no asignados

4/Participación de mercado para el período enero-abril de 2016

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 28 de febrero del año 2017 de

https://www.alicorp.com.pe/alicorpir/public/userfiles/ckfinder/files/20161013_Alicorp_CP%20Q2%2016.pdf

Elaboración: Propia.

En la categoría de detergentes para la ropa, con las marcas de Bolívar, Opal y Marsella, la empresa tiene el 58% de cuota de mercado ocupando la posición número 1, con el

porcentaje de ventas del 8% frente a sus competidores P&G e Intradevco.

En aceites comestibles de las marcas representativas de Primor, Capri, Cocinero y Friol tiene el 51% de cuota de mercado y el 7.8% del porcentaje de ventas frente a ADM e Igasa.

En la categoría de pasta, con sus marcas Don Vittorio, Nicolini, Alianza, Sayon, tienen el 50% de participación de mercado y el 5.8% de ventas frente a Molitalia y Ade.

En la categoría de galletas su cuota de mercado es del 34% y el 4.1% de ventas frente a Nestlé, San Jorge, Mondelez.

En mayonesa tiene por cuota de mercado el 95% siendo esta categoría la más sobresaliente y representando el 2.8% de las ventas, teniendo por competidores a Unilever.

Los jabones de lavandería tienen el 82% de cuota de mercado frente a los siguientes competidores, P&G e Industria del Espino S.A.

Cereales Ángel tiene el 76% de cuota de mercado, teniendo por competidores a Nestlé y Kellogs.

Margarinas tiene el 66% de cuota de mercado y sus competidores son Unilever y Laive.

Por cuota de mercado, harina casera tiene el 42% y sus competidores son Molitalia y Anita

Por último, los jugos en polvo tienen el 69% de cuota de mercado frente a Tresmontes, Luccheti, Mondelez.

Tabla 14: B2B: Ranking en categorías principales, (2016)

Ranking #1 en categorías principales 1/						
Categoría	Marca de fábrica	Cuota de mercado	Posición	% Ventas 2/	% de EBITDA 3/	Competidores
Harina Industrial	Nicolini- Santa Rosa-Inca-Victoria-Sayon	48%	#1	9.0%	4.0%	Molitalia- Anita
Manteca	Nieve- Famosa-Gordito	56%	#1	2.3%	4.4%	Industria del Espino S.A.
Margarinas Industriales	Primavera- Regia	65%	#1	0.7%	2.0%	Industria del Espino S.A.
				12.0%	10.4%	

1/Participación de mercado para el período enero-marzo de 2016

2/Basado en las ventas consolidadas de LTM al 30 de junio de 2016

3/LTM al 30 de junio de 2016. Cálculo del EBITDA por categoría ex gastos corporativos no asignados

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 28 de febrero del año 2017 de https://www.alicorp.com.pe/alicorpir/public/userfiles/ckfinder/files/20161013_Alicorp_CP%20Q2%2016.pdf

Elaboración: Propia.

En las categorías principales, se encuentran las harinas industriales con el 48% de cuota de mercado frente a sus competidores, Molitalia y Anita. En mantecas ocupa el 56% de cuota de mercado, teniendo de competidor a Industria del Espino y en Margarinas industriales el 65% es la cuota de mercado. En categorías principales todos los productos mencionados de Alicorp representan el 12% de las ventas de Alicorp de su línea de negocio B2B y el 10.4% de EBITDA del total de las categorías mencionadas.

Tabla 15: Consumo Masivo Internacional: Ranking de bienes de consumo, (2016)

Bienes de consumo en América Latina					
Categoría	Marca de fábrica	Cuota de mercado	Posición	% Ventas 1/	Competidores
Brasil					
Pasta	Amalia	38% 2/	#1	4.3%	Vilma-Selene
Argentina					
Cuidado del cabello	Plusbelle	27%	#2	2.8%	Unilever- P&G
Detergente para ropa	Zorro- EnziMax- Limzul	7%	#3	2.4%	Unilever- P&G
Jabón de cuidado personal	Plusbelle- Limol	15%	#2	1.6%	Unilever- Nivea
Ecuador					
Pasta	Don Vittorio	17%	#3	1.1%	Nestle
Mayonesa	Ala Cena	7%	#3	1.1%	Nestle
				11.7%	

1/Basado en las ventas consolidadas de LTM al 30 de junio de 2016

2/Incluye sólo Minas Gerais. En Brasil, la cuota de mercado fue de 7,3% en 2015

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 28 de febrero del año 2017 de

https://www.alicorp.com.pe/alicorpir/public/userfiles/ckfinder/files/20161013_Alicorp_CP%20Q2%20

16.pdf

Elaboración: Propia.

En Brasil, las pastas de Alicorp tienen el 38% de cuota de mercado frente a su competidor Vilma. En la categoría de cuidado de cabello, en Argentina, Plusbelle tiene el 27% de cuota de mercado teniendo por competidores a Unilever y P&G, seguido de jabón de cuidado personal con 15% de cuota de mercado y detergente para ropa con 7%, haciendo que el porcentaje de ventas de todas las categorías mencionadas sea el 11.7% de bienes de consumo masivo en América Latina.

Tabla 16: Ranking de Acuicultura en América Latina, (2016)

Acuicultura en América Latina					
Categoría	Marca de fábrica	Cuota de mercado	Posición	% Ventas 2/	Competidores
Camarón					
Ecuador	Nicovita	33%	#1	10.4%	Alimentsa- Gisis
Perú	Nicovita	49% 1/	#1	0.9%	Purina- Gisis
Honduras	Nicovita	19%	#3	0.4%	Alcon- Gisis
Nicaragua	Nicovita	15%	#2	0.4%	Purina-Areca
Panamá	Nicovita	18%	#3	0.3%	Areca- Gisis
Costa Rica	Nicovita	53%	#1	0.0%	Gisis- Cargill
Guatemala	Nicovita	12%	#2	0.0%	Areca
Pescado					
Chile	Salmofood	10%	#4	7.2%	Ewos-BioMar
Perú	Nicovita	34%	#1	0.6%	Ewos- Purina
				20.2%	

1/Estimación de la cuota de mercado interno al 30 de junio de 2016

2/Basado en las ventas consolidadas de LTM al 30 de junio de 2016

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 28 de febrero del año 2017 de https://www.alicorp.com.pe/alicorpir/public/userfiles/ckfinder/files/20161013_Alicorp_CP%20Q2%2016.pdf

Elaboración: Propia.

En América Latina, la presencia de Alicorp, en acuicultura, es en los países de Ecuador, Perú, Honduras, Nicaragua, Panamá, Costa Rica y Guatemala con la categoría de camarón, y de pescado en el país de Chile y Perú, el porcentaje de sus ventas totales en América Latina corresponde al 20.2%.

2.2.2.3. Producto

Alicorp es una de las empresas más representativas del mercado peruano, la cual envía sus productos a 23 países y dirige 125 marcas que son líderes en el mercado y están dentro de los tres 3 tipos de negocio que tiene la empresa como consumo masivo, cuyos productos son destinados a

la canasta familiar, B2B, está dirigido al negocio entre las empresas, relacionado al comercio mayorista y acuicultura, que brinda productos que fomentan la reproducción de moluscos, peces y algas.

Las marcas más destacadas y populares entre los negocios de Alicorp en el caso de los fideos son Don Vittorio y Lavaggi, en detergentes, Bolívar y Opal, en jabones Bolívar y Marsella, suavizante Bolívar, en aceites Primor y Cocinero, en margarina la más popular es Manty, en el caso de galletas son Tentación y Casino, entre las salsas favoritas tienen mayonesa, ketchup Alacena, ají Tarí, salsa roja Don Vittorio, en refrescos la marca Negrita, mazamorra Negrita, en cereales es la marca Ángel en todas su variedades, en panetones la marca Sayon y en harinas Blanca Flor y Nicolini, así mismo, Alicorp cuenta con una gran variedad de productos mostrados en la figura inferior.

Figura 43: Marcas representativas de Alicorp (2016)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Marcas. Extraído el 16 de febrero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/marcas/consumo-masivo.html>

2.2.2.4. Precio

Alicorp al ser una empresa de consumo masivo está sujeta al precio de los *commodities*, los cuales suelen pasar por diversas fluctuaciones en el mercado internacional; sin embargo, actualmente, según lo expuesto por Diario Gestión, las condiciones del mercado están estables y Alicorp indicó que no habrán variaciones en los precios de sus productos y en el caso que se den las mismas, la empresa considera que solo se darían pequeños ajustes descartando que se den al corto plazo, los cuales no serían comparables a los años 2007 y 2008, donde debido a la crisis económica que se atravesaba en el mercado internacional, la alza de los precios fue significativa.

2.2.2.5. Promoción

Alicorp es una empresa tradicional que ha tenido que incorporarse al mundo digital para poder crecer y así aumentar sus ventas y reconocimiento en el mercado, por ello hasta la fecha se ha podido observar las estrategias de mercado de la empresa, como el posicionamiento de mega marcas y el fortalecimiento de sus puntos de ventas, lo cual provoco un crecimiento de 3.1% en consumo masivo según la información brindada por Diario Gestión y para el caso del negocio B2B el incremento de sus ventas se dio por las plataformas de Grandes Industrias en un 12% y de *Food Service* en 7.8%.

Respecto al negocio de acuicultura se incrementó en 0.9% debido a su plataforma de alimentos balanceados para camarones.

De acuerdo con la entrevista realizada al vicepresidente de consumo masivo presentada en el Diario el Comercio

indico que Alicorp ha pasado a invertir el 8% del presupuesto de inversión para las plataformas digitales debido a que hoy en día tanto los jóvenes como adultos no solo ven televisión sino que también están conectados a otros aparatos electrónicos, por dicha razón la empresa ha creado su propia plataforma al mercado llamada Ali, la misma que sirve de ayuda a las madres de familia, esta designada a crear soluciones para sus consumidores.

Debido a las buenas prácticas de Alicorp en sus comunicaciones de marketing ha sido merecedor de tres premios Effie de Plata, los cuales son otorgados cuando las estrategias que emplean son creativas, sobresalientes y tienen resultados efectivos en el mercado, los reconocimientos fueron:

Categoría promoción del producto: Blanca Flor con la campaña impulsando la repostería en el Perú.

Categoría productos: Opal y su campaña con Opal y ríete de las manchas.

Categoría productos y servicios de bajo presupuesto: Con su producto Cocinero y su campaña duplicar el mercado de papas pre fritas congeladas sin tener que invertir en medios masivos.

Alicorp aparte de las plataformas y de las campañas que lleva a cabo para poder posicionarse en el mercado, tiene presentes los siguientes puntos:

A. Satisfacción del cliente

Es uno de los aspectos más importantes para la empresa, es así que Alicorp no solo se preocupa por entregar sus productos con los más altos estándares de calidad, sino que también comparten con el consumidor la información

nutricional y las campañas responsables de publicidad. A través de los siguientes componentes, la empresa origina una alta satisfacción en sus clientes:

- Información esencial del contenido en los rotulados de los productos.
- Estándares de calidad.
- Publicidad responsable, no orienta la misma a niños menores de 16 años.
- Facilitar a los clientes mecanismos de reclamos y consultas.

B. Canales de comunicación

La gestión de los canales de comunicación es muy importante, porque ayuda a la empresa a mantenerse en contacto con los clientes y así poder mejorar sus productos y su organización, por dichas razones los mecanismos destacados que se implementaron para la atención al cliente son:

- Línea telefónica – 595 0444
- Página web de contacto www.alicorp.com.pe
- Procedimiento de sugerencias, atención al cliente e inmediatas atenciones.

Todos los pedidos, sugerencias, reclamos son consignados y atendidos de acuerdo a todos los procedimientos que estableció la empresa para garantizar la efectiva y pertinente respuesta a las comunicaciones recibidas. Los canales de comunicación no solo son para clientes o consumidores, también pueden ser empleados por reguladores, proveedores u otras entidades.

Los canales de comunicación utilizados por Alicorp para el manejo de información con los medios de comunicación son:

- Teléfono.
- Correo electrónico.
- Reuniones. •
- Conferencias de prensa. •
- Entrevistas.
- Visitas.

Los procedimientos a seguir en las relaciones con los medios de comunicación están contenidos en el “Manual de Comunicaciones del Grupo Romero” (al cual pertenece Alicorp). Las acciones de respuesta a las consultas, quejas o reclamos de los medios de comunicación se realizan a través de un contacto directo con el área de Relaciones Institucionales, telefónicamente o por correo electrónico.

C. Salud y nutrición

Alicorp está involucrado en el fomento de estilos de vida saludables y en la continua mejora de los hábitos alimenticios, para ello la empresa ha previsto innovar en sus productos reduciendo los niveles de sodio y azúcar en un 10 % en su producción destacada al 2021, de esta manera la empresa brinda una imagen sana y de alto nivel nutricional a sus consumidores, tales como en los siguientes casos:

En Argentina, lanzo una nueva línea de fideos Nutebral, la cual se caracteriza por ser una fuente importante en Zinc. Magnesio, Fibra y Fósforo. Y en Perú, lanzo al mercado el nuevo aceite de oliva Primor, extra virgen.

D. Publicidad responsable

Alicorp pertenece a la Asociación Nacional de Anunciantes del Perú (ANDA), la cual está comprometida con la comunicación comercial ética y de respeto, de tal forma que están involucrados en difundir responsablemente sus productos, además de impulsar la directiva de publicidad de alimentos y bebidas no alcohólicas a niños menores de 12 años.

Por dicha razón la empresa a partir del primero de enero no realiza publicidad orientada a menores de dieciséis años en ningún medio de comunicación que tenga medición de audiencia.

E. Radio Saludable

Alicorp ideó la iniciativa de impulsar hábitos de nutrición y del desarrollo de los niños en las zonas más indefensas del país, a través del radio saludable.

Junto con la Asociación Mundial de Radios Comunitarias (AMARC) dirigen talleres y ofrecen capacitaciones a los comunicadores radiales y de esta manera, los mismos puedan utilizar buenas fuentes de información. Las ciudades en las que muestran la presencia de la empresa con la radio saludable son las siguientes:

- Áncash
- Apurímac
- Ayacucho
- Arequipa
- Cajamarca
- Cusco
- Pasco
- Huancavelica

- Huánuco
- Puno
- Piura

F. Asociación Perú vive bien

Fomenta el programa Crecer Bien que trata de instaurar hábitos de higiene saludable, actividad física y la nutrición infantil.

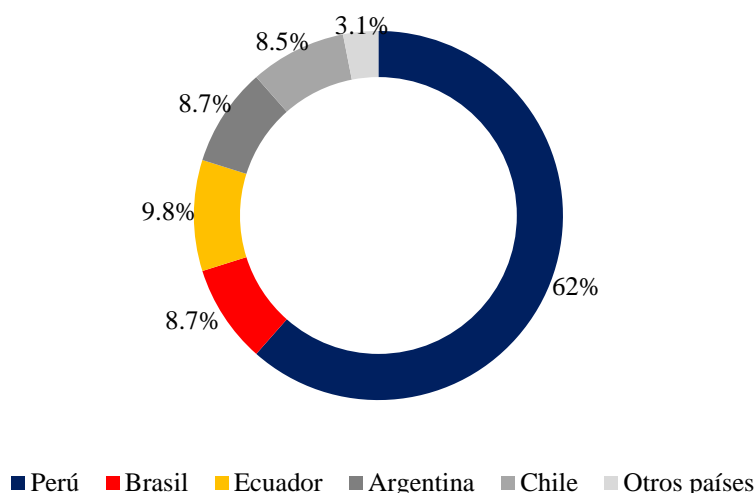
La asociación peruana Vive Bien constituida por las empresas Coca Cola, Molitalia, Corporación Lindley, Nestlé Perú, Mondelez, Alicorp, las cuales tratan de ayudar al Estado a luchar y disminuir los niveles de mala nutrición infantil.

2.2.2.6. Plaza

Alicorp mantiene operaciones industriales en seis países: Colombia, Perú, Chile, Ecuador, Argentina y Brasil. Además posee oficinas de representación en diferentes países de Centroamérica y en Uruguay. Así mismo la empresa exporta sus productos a 23 países.

Los ingresos generados en los países donde la empresa tiene sus operaciones son: Perú con 62%, seguido de Ecuador con el 9.8%, Brasil y Argentina con 8.7% cada uno, Chile con 8.5% y por último otros países con 3.1%.

**Figura 44: Ingresos por países, 2014
(En porcentaje)**



Fuente: Diario Gestión. (2014). Ventas de Alicorp aumentaron en 8% al 2014. Extraído el 20 de febrero del año 2017 de <http://gestion.pe/empresas/ventas-alicorp-aumentan-8-2014-al-sumar-s-6285-millones-2123672>

Elaboración: Propia

Los principales países a los que exporta son Brasil, Bolivia, Canadá, Colombia, Chile, Ecuador, Haití, Japón, Estados Unidos, Reino Unido, República Dominicana y Panamá. Respecto a los años 2015 y 2014, las exportaciones representaron el 3.8% y el 8.6% correspondiente a sus ventas netas.

2.2.3. Operaciones y Logística

2.2.3.1. Operaciones

Alicorp cuenta con tres unidades de negocio (consumo masivo, B2B y acuicultura). El primero se encuentra enfocado a la producción y comercialización de productos alimenticios, de cuidado personal y del hogar; además de operar en sus mercados locales, realiza exportaciones a más de 23 países como Guatemala, Honduras, Nicaragua,

Costa Rica, Panamá, Colombia, Bolivia, Paraguay, entre otros.

Figura 45: Diversificación Geográfica, 2016



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Presentación Corporativa, setiembre de 2016. Extraído el 16 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

La empresa cuenta con plantas de producción en Perú, Ecuador, Brasil, Colombia y Argentina, países en los cuales ha podido posicionarse a través de adquisiciones de empresas del mismo rubro que ya estaban consolidadas en dichos países. Es importante resaltar que gracias a los niveles de producción que realiza Alicorp, es que pueden lograr economías de escala y tener un poder de negociación alto con sus proveedores.

En los últimos años, en el segmento de consumo masivo, la empresa ha adquirido diferentes empresas en Perú y en los demás países en donde realiza operaciones, como parte de su estrategia para lograr un mejor posicionamiento. En

el cuadro inferior se muestran las adquisiciones realizadas desde el 2008 hasta el 2014, año en que se realizó la última adquisición.

En el futuro, la empresa tiene en mente ingresar con sus productos de consumo masivo a los países de Bolivia y Ecuador con la construcción de plantas. La visión de la empresa en sí es solo ingresar a mercados en donde puedan replicar el modelo de Alicorp en Perú.

Tabla 17: Adquisiciones de la unidad de Consumo Masivo, 2008-2014

Año	Compra	País	Detalle
2008	The Value Brands Company (ahora Alicorp Argentina) y The Value Brands Company de San Juan (Argentina)	Argentina	Empresas de cuidado personal y del hogar
2010	Sanfors S.A.C.I.F.I y A.	Argentina	Empresa productora y comercializadora de galletas
2011	Italo Manera S.A. y Pastas Especiales S.A.	Argentina	Empresas productoras y comercializadoras de pastas, jugos y queques
2012	Grupo Incalsa	Perú	Empresa productora de salsas y aderezos
2013	Industrias TEAL	Perú	Empresa productora y comercializadora de productos diversos bajo la marca Sayon
2013	Pastificio Santa Amalia S.A.	Brasil	Empresa productora de galletas, pastas y comercializadora de productos de cuidado personal y del hogar
2014	Global Alimentos y Molino Saracolca	Perú	Empresas productoras de cereales

Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Noticias. Extraído el 16 de febrero del año 2017.

Elaboración: Propia

Los productos de la unidad de negocio B2B están dirigidos a panaderías, restaurantes, hoteles y pastelerías, clasificándose así en tres líneas: panificación, *food service* y grandes industrias. Actualmente, la empresa posee 31 marcas dentro de esta unidad de negocio, las cuales son

vendidas principalmente en Perú. De acuerdo con declaraciones del CEO de Alicorp, Alfredo Pérez Gubbins (*G de Gestión*, 2016), la venta de harinas industriales es la que está generando mayor rentabilidad dentro de esta unidad de negocio. Por otro lado explicó que están potenciando la línea de *food service*, pues no existe una atención especializada en este canal.

Una de las estrategias de Alicorp para ampliar sus líneas de productos ha sido incursionar en la producción de pan congelado, para lo cual cuentan con una planta y ya han empezado a vender el producto, esperando que en el 2017 se alcance un gran crecimiento de las ventas. Otro objetivo de la empresa es lograr la internacionalización del negocio de B2B y poder replicar lo logrado en Perú.

En su negocio de acuicultura, Alicorp cuenta con dos marcas: (1) Nicovita, dedicada a la producción y comercialización de alimentos balanceados para peces y camarones, que tiene presencia en Perú y Ecuador; y (2) Vitapro, que cuenta con una planta en Chile, es una marca enfocada a la producción y comercialización de alimento para peces y realiza exportaciones a nueve países.

Es importante mencionar que en el año 2012, Alicorp ingresa al mercado de acuicultura, comprando la empresa Salmofood, dedicada a la producción de alimento para salmones. Posteriormente, en el año 2013, Alicorp construye su primera planta de alimentos balanceados para camarones en Ecuador, cuya capacidad de producción alcanzaba a 100 mil toneladas anuales. En el 2016, se realizó una ampliación de la planta, para así poder llegar a una producción de 210 mil toneladas anuales.

En el año 2014, Alicorp decidió crear una subsidiaria encargada únicamente de esta unidad de negocio, bajo el

nombre de Vitapro, de esa manera se dio un mayor enfoque a esta línea de negocio.

Actualmente, Alicorp está implementando una planta de alimento para camarones en Honduras y así abastecer a todo Centroamérica. El CEO de Alicorp declaró que tienen en la mira ingresar a los mercados de Brasil y México, ya que ven en ambos un potencial para desarrollar los productos de alimentos balanceados para peces y camarones.

2.2.3.2. Compras y abastecimiento

Las principales compras realizadas por Alicorp son los *commodities*, como el trigo y aceite de soya, pues de estos se derivan los productos que la empresa vende al mercado. Cabe resaltar que la compra de *commodities* representa aproximadamente el 80% del costo de ventas. Además, Alicorp es una de las empresas que realiza mayores importaciones de trigo en América del Sur.

Debido a que los precios de las materias primas son altamente volátiles, es que Alicorp cuenta con áreas especializadas en realizar estas compras. Las áreas que intervienen son las de Planeamiento Financiero, Tesorería Corporativa y Contraloría Corporativa.

Además, como parte de su cobertura al riesgo, la empresa tiene como política realizar las compras de los instrumentos financieros derivados solo con instituciones confiables y de primer nivel. Por su parte, las operaciones de compra deben tener el visto bueno de la vicepresidencia de Finanzas Corporativas para poder ser realizadas.

A continuación, se presentan las funciones de las áreas involucradas en la compra de materias primas.

Tabla 18: Áreas encargadas de las compras de materias primas, 2016

Área	Funciones
Front Office	Esta área se encarga de tomar posiciones en el mercado financiero, determinar las estrategias y reducir los riesgos a la hora de comprar las materias primas. La persona a cargo de esta área es el Director de Compras de Materia Prima.
Middle Office	Esta área se encarga de evaluar, controlar y reportar la exposición de la cobertura. La persona encargada es el Gerente de Riesgos Financieros.
Back Office	Esta área se encarga de realizar el registro contable bajo las normas internacionales de información financiera. El área de contabilidad es la que se encarga de esta función.

Fuente: PCR (2016). Alicorp S.A.A. y subsidiarias. Extraído el 18 de febrero del año 2017 de <http://www.ratingspcr.com/alicorp-2016.html>

Elaboración: Propia

2.2.3.3. Proveedores

De acuerdo con el reporte de sostenibilidad de Alicorp (2014), la empresa cuenta con proveedores en los siguientes países:

- **Argentina:** El 97% de 863 proveedores son locales, de los cuales el 5.4% fueron auditados para poder evaluar la inocuidad y los procedimientos de la elaboración de los productos o insumos.
- **Brasil:** Corresponde al 99% local, 1,300 proveedores, la empresa propone las auditorías de las empresas de molinos de harina en especial ya que son proveedores críticos.
- **Chile:** 95% local, 1,255 proveedores, en el 2014 realizaron auditorías a los socios vinculados con las materias primas, transporte, empaques, materiales.
- **Ecuador:** El 96% de 492 proveedores son locales, se realizan auditorías a las empresas de envases, materias primas e ingredientes.
- **Perú:** El 90% de 3,283 proveedores son locales, en el 2014, la empresa se basó en el sourcing estratégico para reconocer las oportunidades de

minimizar los costos con la ayuda del análisis de proveedores y la maximización de la negociación.

Con los alcances mencionados, la empresa logro formar equipos que aumentan la eficiencia con la relación de los proveedores, aumentan el volumen de compras con proveedores confiables y suscitan convenios para el abastecimiento.

Con las evaluaciones anuales que realizó Alicorp basados en los indicadores de calidad, tiempo y cantidad, principalmente de proveedores de empaques e insumos, se obtuvieron los siguientes resultados:

Figura 46: Resultados de Homologación, 2014



Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

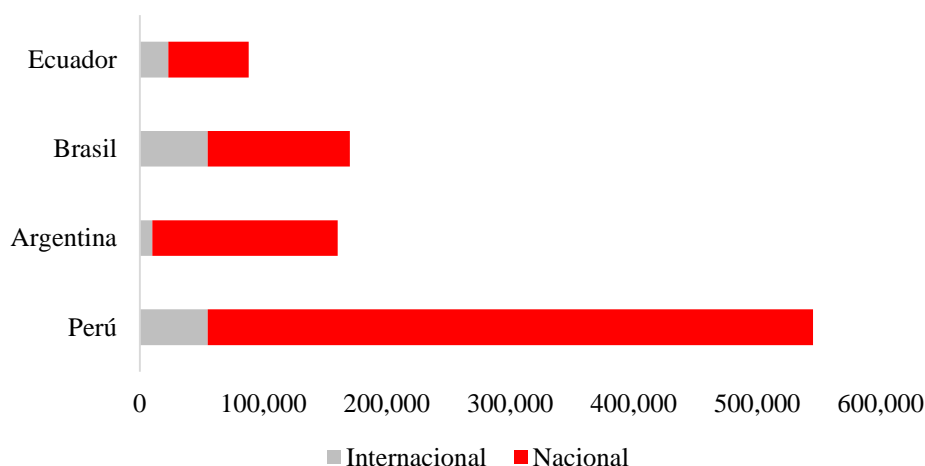
Elaboración: Propia

El monto de compras a los proveedores, tanto nacionales como internacionales, por cada país es el siguiente:

- **Ecuador:** el monto en compras internacionales es de \$ 20 millones y \$ 90 millones en compras nacionales.
- **Brasil:** en este caso las compras internacionales fueron mas altas en comparación con los otros países, representando \$ 60 millones y en compras nacionales \$ 180 millones.

- **Argentina:** tiene la menor proporción en compras internacionales de \$10 millones y en compras nacionales \$170 millones.
- **Perú:** en compras internacionales tiene \$59 millones y las compras nacionales más altas de \$550 millones.

Figura 47: Monto de Compras a Proveedores, 2014
(Miles de dólares)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

2.2.3.4. Distribución

Alicorp cuenta con tres programas para llevar todos sus productos alrededor del país al mismo precio, los cuales son:

- **Base de la pirámide:** Este modelo está acondicionado a las necesidades y a la peculiaridad de las zonas urbanas que se encuentren alejadas y que los habitantes sean menos de 20000 personas.
- **Proyecto 3D:** La empresa creó 3 distribuidoras 3D en el Perú para poder concentrarse en la venta a los

clientes mini mayoristas, lo cual posibilitó que la posición comercial de Alicorp se consolide en diferentes canales de venta.

- Proyecto charapa: La empresa trabaja con distribuidores exclusivos del oriente del país, para de esa manera poder llegar a cada rincón del Perú.

La amplia plataforma de distribución en Perú es la siguiente, la cual también se muestra en la imagen posterior:

- Cobertura de distribución nacional
- 32 distribuidores exclusivos
- 100% de mayoristas y supermercados
- 12 almacenes
- 25 oficinas de ventas
- Logística en 4 de los puertos más importantes en el país
- 30 plantas industriales

Figura 48: Distribución en Perú (2014)



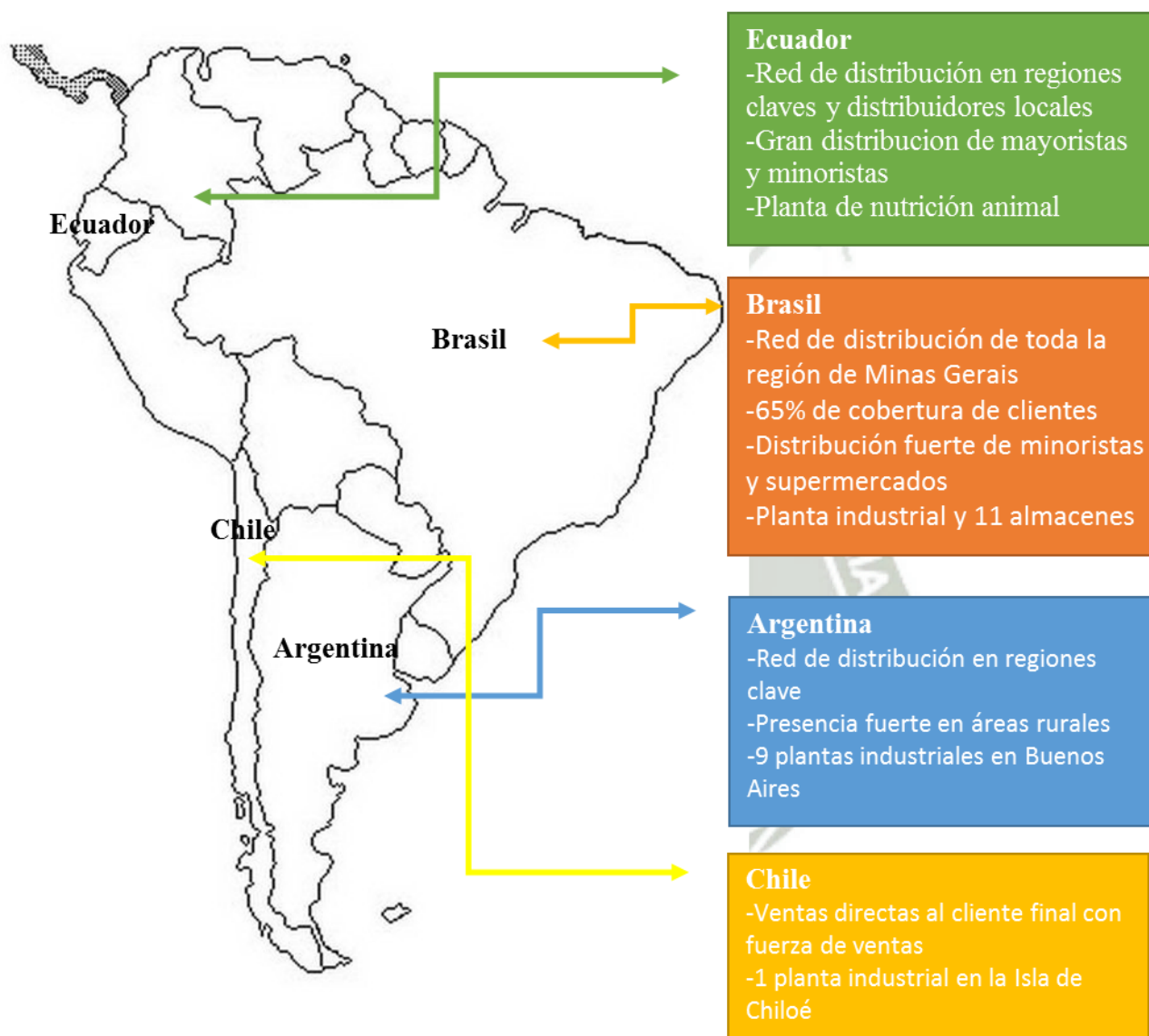
Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Corporate Presentation. Extraído el 20 de febrero del año 2017 de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/280414_Corporate_Presentation_4Q13.pdf

Elaboración: Propia

La empresa además tiene una red de distribución extensiva y difícil de replicar en Perú junto con una creciente plataforma en Sudamérica, como en Ecuador con una red de distribución en regiones claves, distribución de mayoristas y minoristas y cuenta con una planta de nutrición animal. En Brasil tiene la red de distribución en toda la región de minas Gerais y tiene la cobertura del 65% con una distribución de minoristas y mayoristas. En

el caso de Argentina tiene una gran representación en las áreas rurales y cuenta con 9 plantas industriales en Buenos Aires. Por ultimo en Chile tienen ventas directas y una planta industrial en la Isla de Chiloé.

Figura 49: Huella de la cadena de suministros (2014)

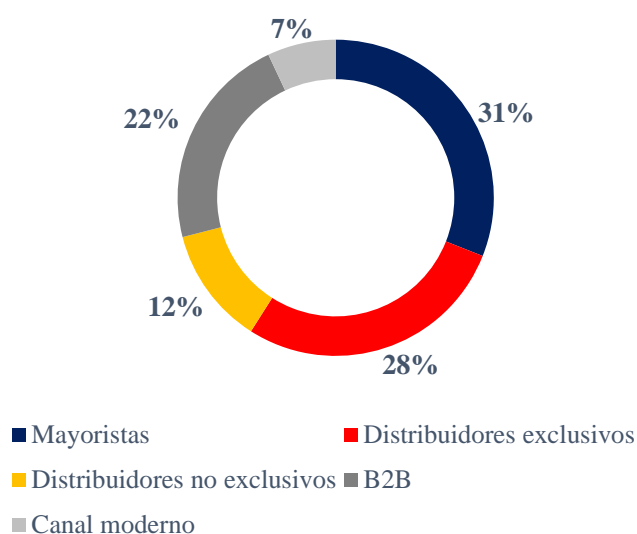


Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Corporate Presentation. Extraído el 20 de febrero del año 2017 de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/280414_Corporate_Presentation_4Q13.pdf

Elaboración: Propia

A continuación, se puede observar las ventas de la empresa a través de los canales de distribución, con mayor representación de los mayoristas de 31%, seguido del 28% de los distribuidores exclusivos, le precede B2B con 22% y por último los distribuidores no exclusivos con 12% y el canal moderno con 7%

Figura 50: Ventas por canales de distribución (2014)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Corporate Presentation. Extraído el 21 de febrero del año 2017 de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/280414_Corporate_Presentation_4Q13.pdf

Elaboración: Propia

2.2.4. Finanzas y Contabilidad

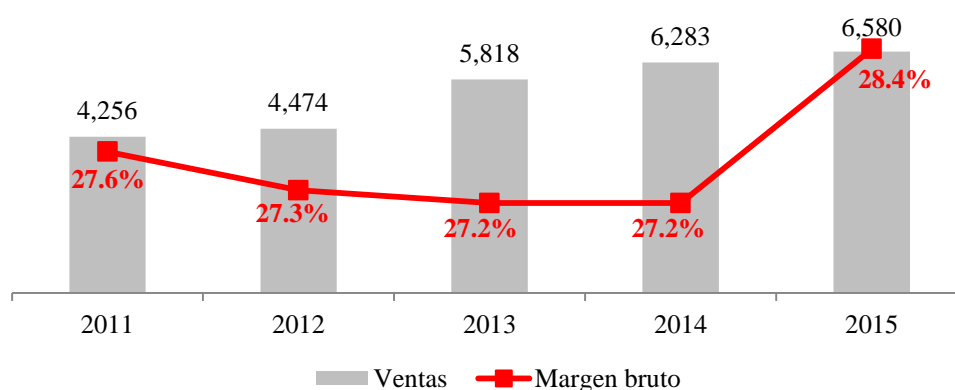
2.2.4.1. Análisis Financiero

A. Ventas

Las ventas consolidadas de la empresa, que representan las ventas de Alicorp S.A.A y sus subsidiarias, crecieron a una tasa promedio ponderada anual de 11.5%, en el

periodo 2011-2015. Por su parte, el margen bruto se ha mantenido en un rango entre 27.2% y 28.4% como porcentaje de las ventas. Se puede observar que en los años 2013 y 2014, a pesar de registrarse mayores ventas, los márgenes brutos fueron menores, debido a un incremento en los costos de ventas.

Figura 51: Ventas consolidadas, 2011-2015
(Millones de soles)

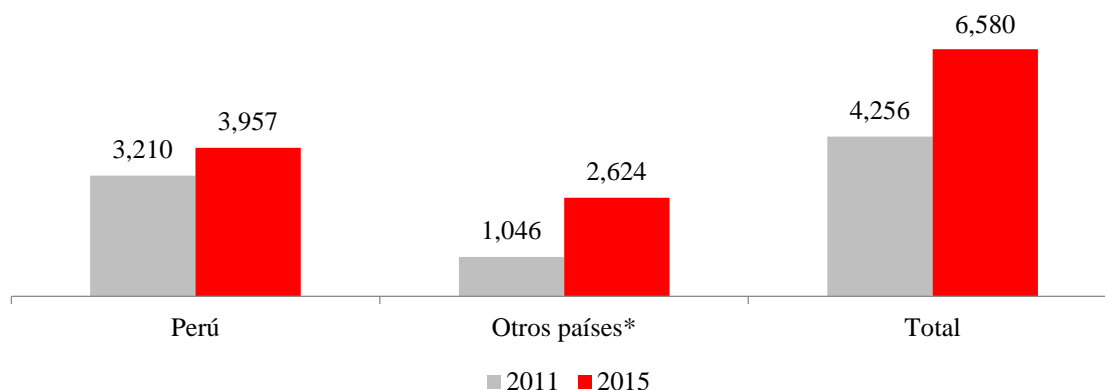


Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

Por país, al año 2015, la participación de las ventas de Perú representa el 60.1% del total de ventas de Alicorp; sin embargo, en el año 2011, las ventas de este país representaban el 75.4% del total de ventas, por lo que se puede inferir que la empresa está diversificando sus plazas y de esa manera reduciendo su dependencia a un solo mercado. Por su parte, tanto las ventas nacionales como las internacionales han incrementado en 23.3% y 150.9%, respectivamente, notándose así también el mejor desempeño de Alicorp en los otros países en donde opera.

Figura 52: Ventas por país, 2011 y 2015
(Millones de soles)



*Incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Ecuador.

Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de

<https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

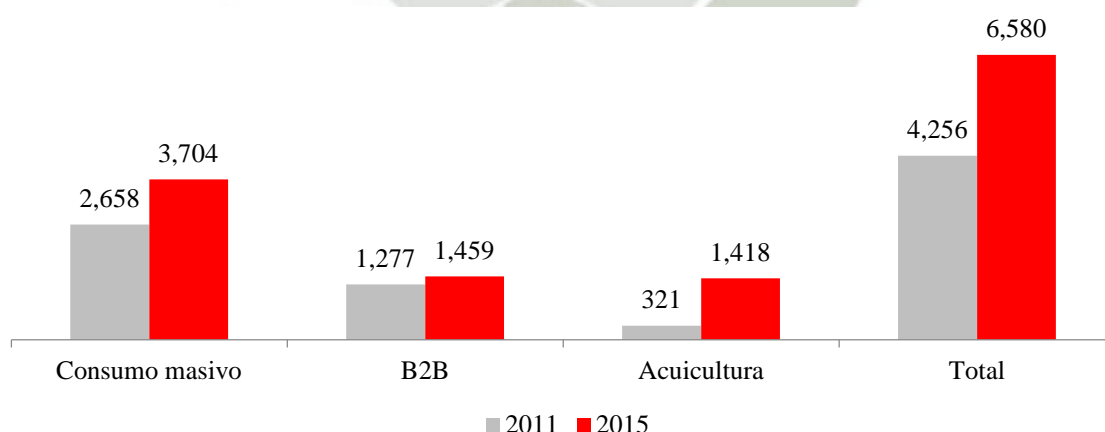
Al año 2015, la línea de consumo masivo es la que tiene mayor participación de las ventas (56.3%), le siguen la línea B2B (22.2%) y acuicultura (21.6%). Es importante resaltar que esta última línea de negocio ha sido la que más ha crecido en el periodo 2011-2015 (341.7%), gracias a que en el año 2012 se realizó la adquisición de Vitapro Chile, empresa dedicada a la producción y comercialización de alimento para salmones. Un factor a tomar en cuenta es que todas las ventas de esta unidad de negocio se realizan en dólares, por lo cual están sujetas a las fluctuaciones del tipo de cambio. Por otro lado, en el año 2013, Alicorp construyó una planta de alimentos balanceados para camarones en Ecuador, para así poder satisfacer la demanda de este producto en el país vecino. En el año 2014, Alicorp decidió crear una empresa subsidiaria, Vitapro, con el fin de dar mayor especialización a esta unidad de negocio, pues sus actividades y procesos son diferentes a las otras dos líneas de negocio.

En relación a la unidad de negocio de consumo masivo, su participación en el total de ventas ha disminuido, debido al menor crecimiento del sector, en especial en el año 2014, que decreció en 2.3%. Cabe resaltar que Alicorp es la principal empresa de consumo masivo en el Perú y la segunda en América Latina.

En los últimos años, la estrategia de Alicorp ha sido crecer de manera inorgánica mediante la adquisición de diferentes empresas; la última la realizó en el año 2014 con la compra de Global Alimentos y Molino Saracolca, principales empresas de cereales en Perú, por el monto de US\$ 107.7 millones.

Alicorp también tiene una línea de negocio dedicada a la venta de productos alimenticios dirigidos a panaderías y restaurantes. En el periodo 2011-2015, ha crecido a una tasa promedio ponderada anual de 8.6%; sin embargo, se observa una ralentización del crecimiento, debido a desaceleración del consumo privado; así como a una mayor competencia de precios.

Figura 53: Ventas por línea de negocio, 2011 y 2015
(Millones de soles)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

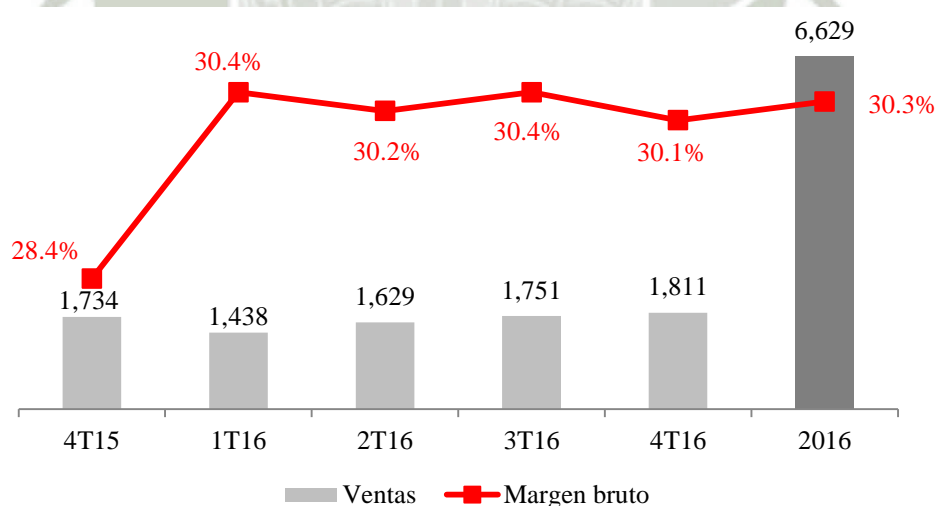
Elaboración: Propia.

A continuación, se presentarán las ventas trimestrales del año 2016. En el cuarto trimestre, las ventas consolidadas crecieron en 4.5% respecto a similar periodo del año 2015, gracias a un crecimiento de 3.8% en la unidad de consumo masivo en Perú, un incremento de las ventas de alimentos para peces de 14.1%, un mejor desempeño de la unidad de consumo masivo en Brasil que obtuvo un crecimiento de 16.1%, un crecimiento de las ventas de alimentos para camarones de 7.9% y un incremento de las ventas de *food service* de 10.0%.

En cuanto a la utilidad bruta, esta incrementó en 10.7% en el cuarto trimestre de 2016 respecto a similar periodo del año anterior, gracias a una mejor eficiencia en costos ocasionada por los menores precios de los *commodities* y a su estrategia de posicionamiento de marcas.

Las ventas totales del 2016 alcanzaron lo S/ 6,629 millones de soles.

Figura 54: Ventas y margen bruto, 2016
(Millones de soles y porcentaje)



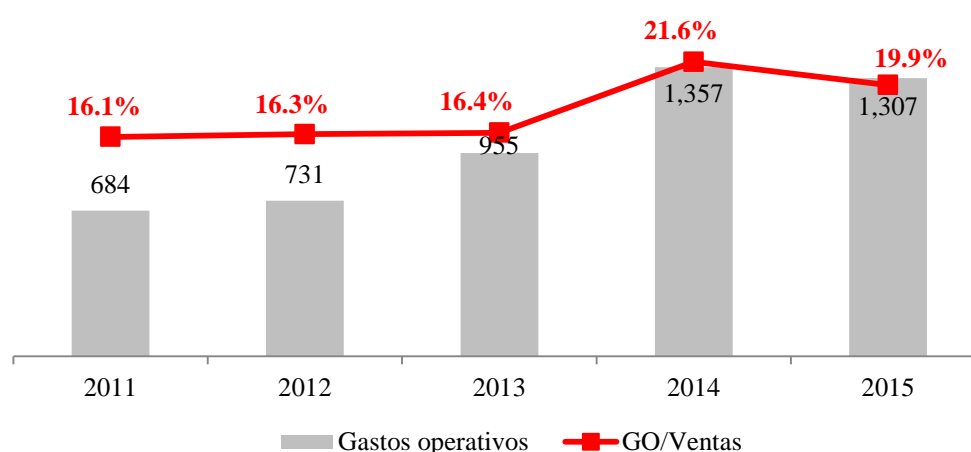
Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Extraído el 26 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

B. Gastos Operativos

Los gastos operativos, que incluyen los gastos de administración gastos de ventas, alquileres, depreciación y amortización, han crecido a una tasa promedio ponderada anual de 17.5%. En el año 2014, los gastos operativos crecieron significativamente, pasando de S/ 955 millones en 2013 a S/ 1,357 millones.

Figura 55: Gastos operativos, 2011-2015
(Millones de soles)

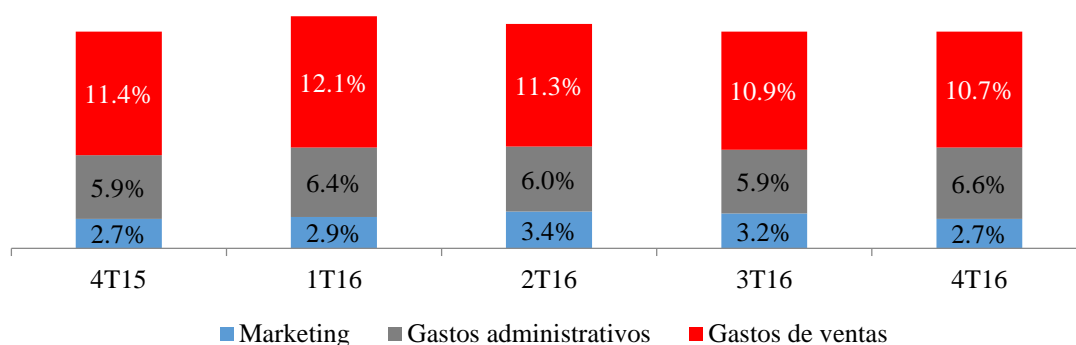


Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

En el 2016, se incrementaron ligeramente los gastos operativos, debido a mayores gastos administrativos y de ventas, este último sirvió para desarrollar su estrategia de posicionamiento de marcas.

Figura 56: Participación de los gastos operativos, 2016
(Como % de las ventas)



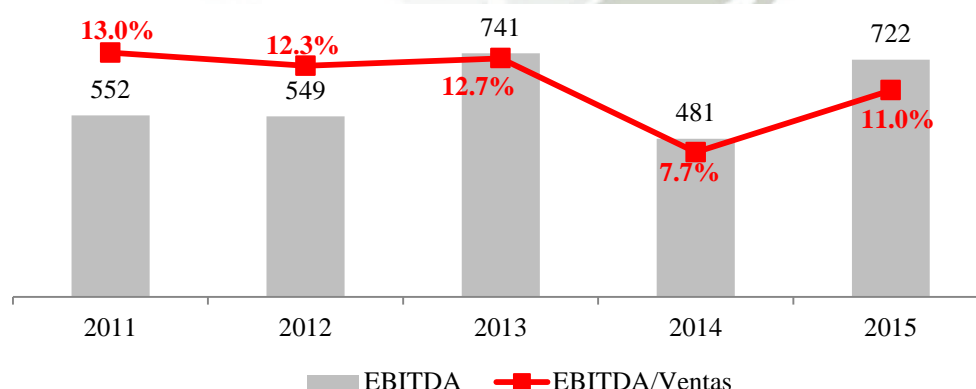
Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Extraído el 26 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

C. EBITDA

El EBITDA o utilidad operativa disminuyó notablemente en el año 2014, debido a las pérdidas originadas por la cobertura de materias primas. El EBITDA creció a una tasa promedio ponderada anual de 7.0% entre el 2011 y 2015.

Figura 57: EBITDA, 2011-2015
(Millones de soles)

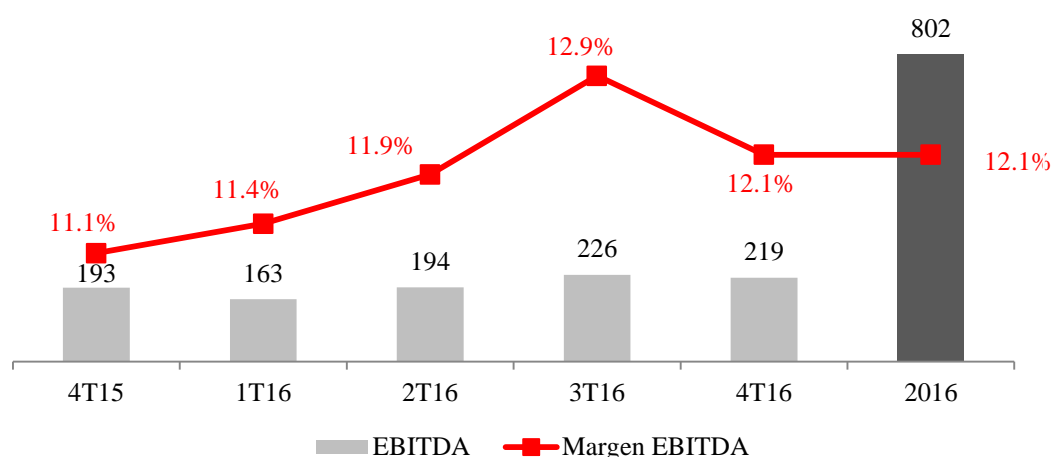


Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

La utilidad operativa del cuarto trimestre del 2016 creció en S/ 26 millones respecto a similar periodo del año anterior. Sin embargo es importante recalcar que en este último año se incurrieron en mayores gastos de ventas y administrativos.

Figura 58: EBITDA, 2016
(Millones de soles)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Extraído el 26 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

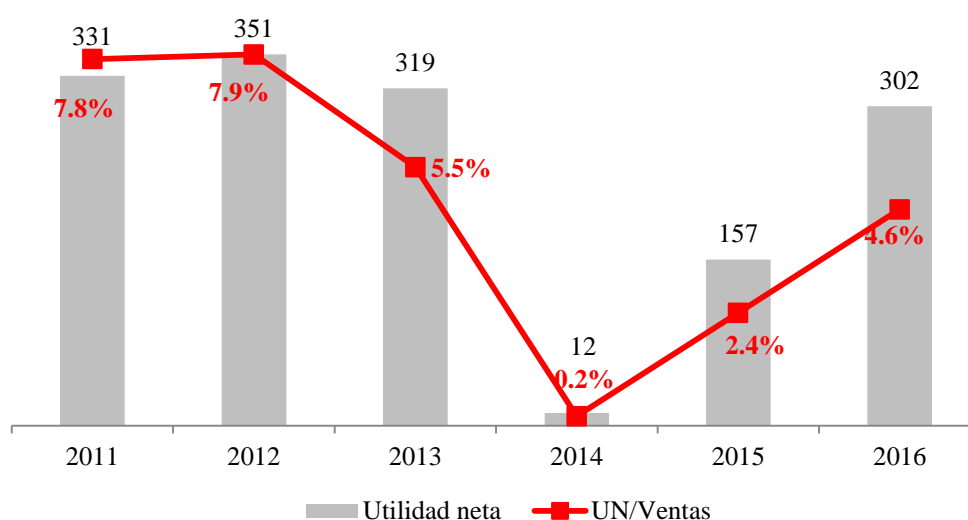
D. Utilidad Neta

En el año 2014 se registró la más baja utilidad neta, debido a diferentes factores como el incremento de los gastos financieros, pérdidas de sus operaciones con derivados, y diferencias en tipo de cambio que encarecieron los precios de los insumos. A pesar que las ventas incrementaron en ese año, las pérdidas anteriormente mencionadas no pudieron ser compensadas.

En el 2015, Alicorp mostró un mejor desempeño, recuperándose de la caída del año anterior; ello gracias a que pudo mitigar el descalce cambiario en el que incurrió, reduciendo la proporción de su deuda en dólares.

Al finalizar el 2016, la utilidad neta de Alicorp casi duplicó la alcanzada en el año 2015, gracias a una mayor contribución de la unidad de consumo masivo en el Perú y de la unidad B2B. También ayudó la reducción de la deuda.

Figura 59: Utilidad neta, 2011-2016
(Millones de soles)



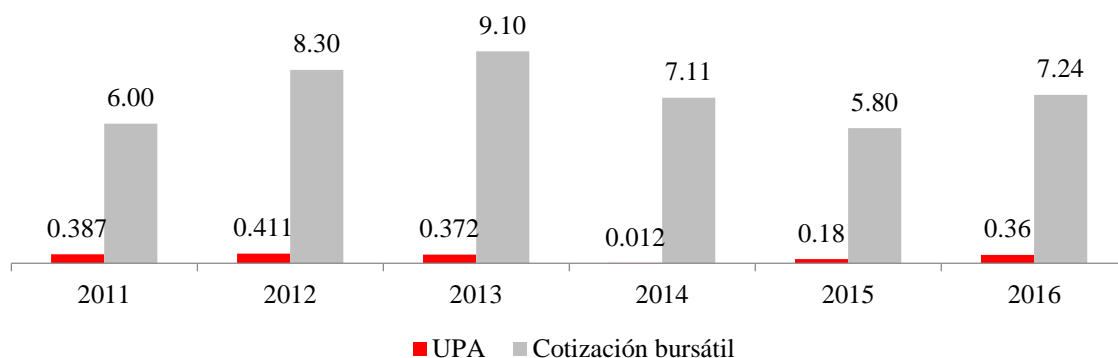
Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Extraído el 26 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

E. Utilidad por acción y cotización bursátil

En el gráfico inferior se puede observar que la cotización de las acciones de Alicorp en la Bolsa de Valores de Lima disminuyó en los años 2014 y 2015, producto de la obtención de menores utilidades netas, de la misma manera las utilidades por acción cayeron. Sin embargo, en el año 2016, se observa una recuperación tanto de la cotización bursátil como de las utilidades por acción, gracias al mejor performance de la empresa.

**Figura 60: Utilidad por acción y cotización bursátil, 2011-2016
(En soles)**



Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

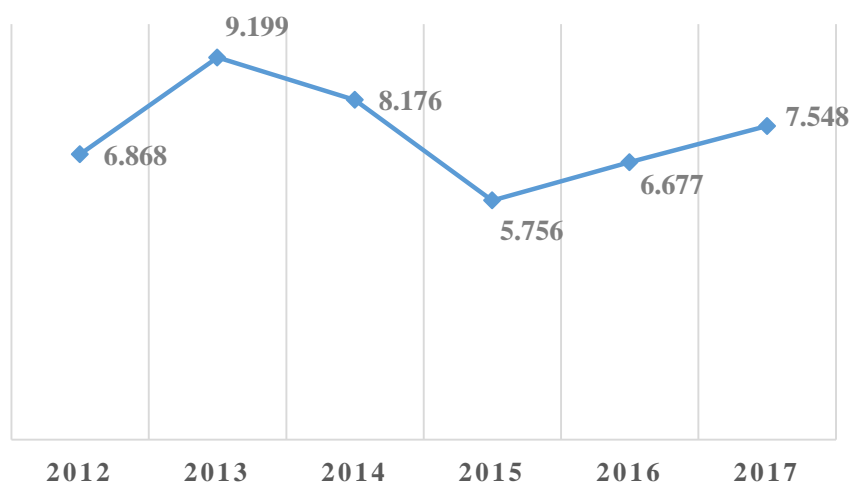
Elaboración: Propia.

F. Análisis del precio de la acción

Alicorp tiene 847, 191,731 acciones en circulación, cuyo valor nominal es de S/. 1.00 y su capitalización es de S/ 6, 675, 870,840.

En la figura 61 podemos ver que entre los años 2012 a mayo del 2017, la empresa ha tenido fluctuaciones concerniente al precio de sus acciones, ya que para el año 2013 la acción de Alicorp tenía el precio de S/. 9.199 que es el valor más alto en los años mencionados y para el año 2015 fue de S/. 5.756 donde alcanzó el precio más bajo, debido a que la empresa no tuvo una buena salud financiera por la proporción de deuda que tenía y la pérdida por derivados. Pero a la fecha la empresa ha logrado recuperarse rápidamente ya que reestructuro su deuda y por su participación en el mercado el precio de su acción logro subir a S/. 7.548 a mayo del 2017.

**Figura 61: Análisis del precio de la acción, 2012-2017
(Soles)**



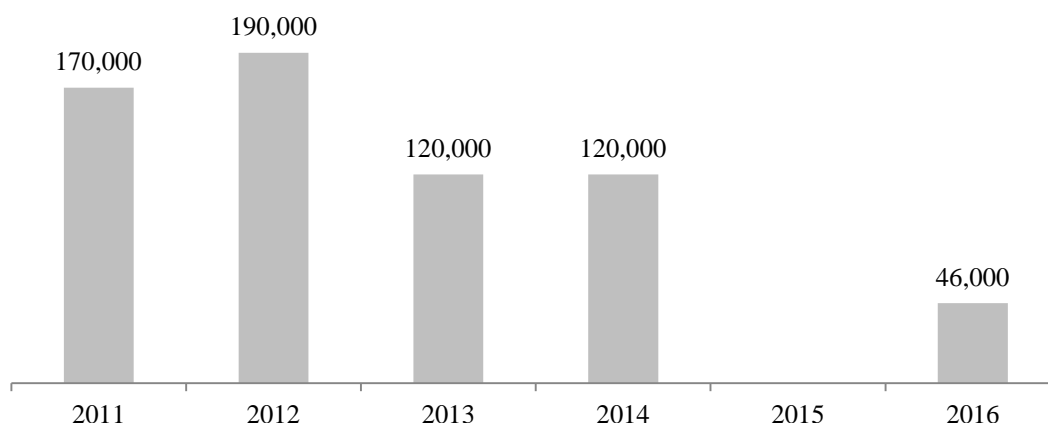
Fuente: SMV (2017). Precio de la acción. Extraído el 20 de mayo del año 2017 de http://www.bvl.com.pe/jsp/Inf_EstadisticaGrafica.jsp?Cod_Empresa=21400&Nemonico=ALICORI1&Listado=%7CALICORI1

Elaboración: Propia.

G. Dividendos pagados y por acción

En el año 2015, la empresa decidió no repartir dividendos, debido a los acontecimientos sucedidos en el 2014, año en que incrementó significativamente su deuda, lo cual afectó no solo a sus utilidades, sino también a su perfil crediticio. Es por ello, que para no incurrir en más deuda, Alicorp tomó la decisión de no repartir sus utilidades. En el 2016, se repartieron dividendos por el monto de S/ 46 millones.

Figura 62: Dividendos pagados, 2011-2016
(Miles de soles y soles)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

H. Ratio de liquidez y ratio corriente

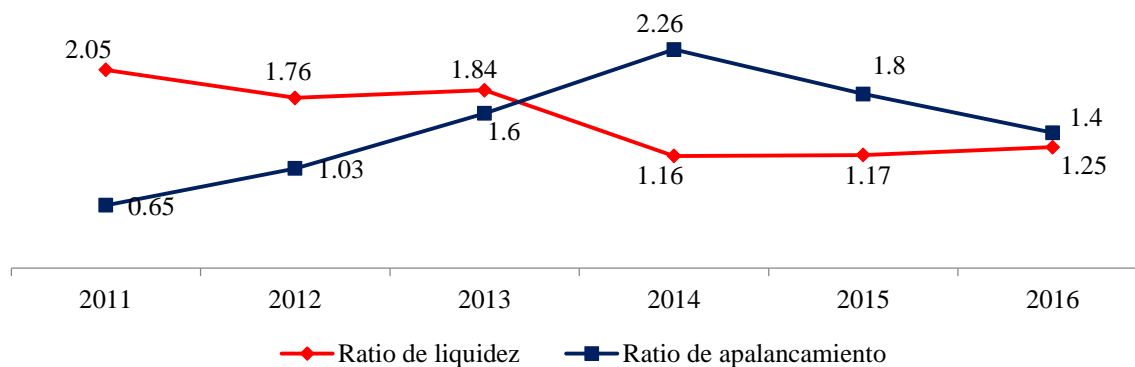
En el gráfico inferior, se puede observar que el año 2014 fue el más crítico para la empresa. Alicorp tuvo que incurrir a mayor deuda para poder adquirir la empresa de cereales Global Alimentos, cuyo pago se realizó en efectivo, ello aumentó su deuda a corto plazo. En ese mismo año, la empresa registró pérdidas por la compra de materias primas.

Por su parte, en el año 2015, la planta de Alicorp en Argentina se incendió, en ese contexto la empresa nuevamente tuvo que recurrir a financiamiento para poder hacer frente a los daños materiales que ocasionó el siniestro.

Sin embargo, es notable la diferencia del ratio de apalancamiento del año 2014 al 2015, la empresa reestructuró su deuda, para mitigar el descalce cambiario, cambiando parte de su deuda en dólares a soles, así la proporción de deuda en dólares pasó de 26.2% en el 2014 a 11.6% en el 2015; además amortizó gran parte de su

deuda a corto plazo, tomando deuda a mediano plazo. En el 2016 se sigue observando la tendencia de la empresa para disminuir su ratio de apalancamiento.

**Figura 63: Ratio de liquidez y ratio de apalancamiento, 2011-2016
(En porcentaje)**



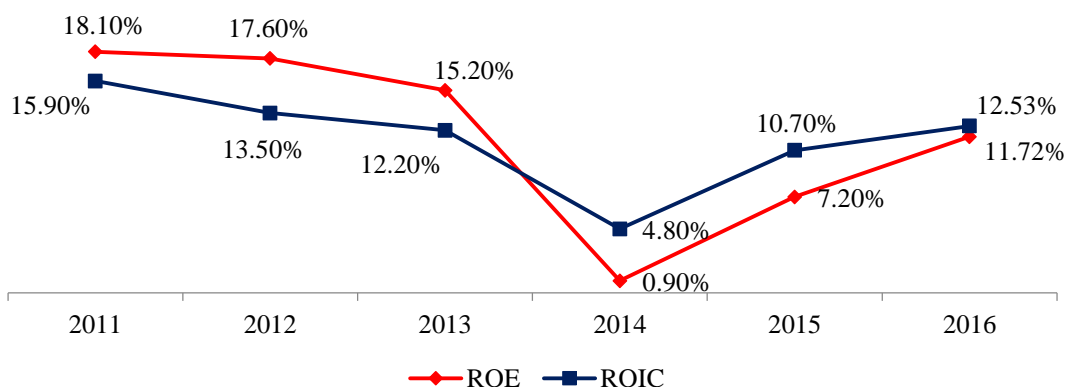
Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

I. ROE y ROIC

Alicorp mantuvo su rendimiento sobre patrimonio (ROE) en un rango entre 12.0% y 16.0%, en el periodo 2011-2013. No obstante, en el 2014, se observa una caída abismal debido a los acontecimientos antes mencionados, que ocasionaron una menor utilidad neta. El ROE para los años 2015 y 2016 ha mejorado considerablemente, gracias a los esfuerzos de la empresa por revertir los problemas por los que pasó en el año anterior. Por su parte el rendimiento sobre el capital invertido (ROIC), también mostró un decrecimiento en el 2014, recuperándose en los años posteriores.

Figura 64: ROE y ROIC, 2011-2016
(En porcentaje)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

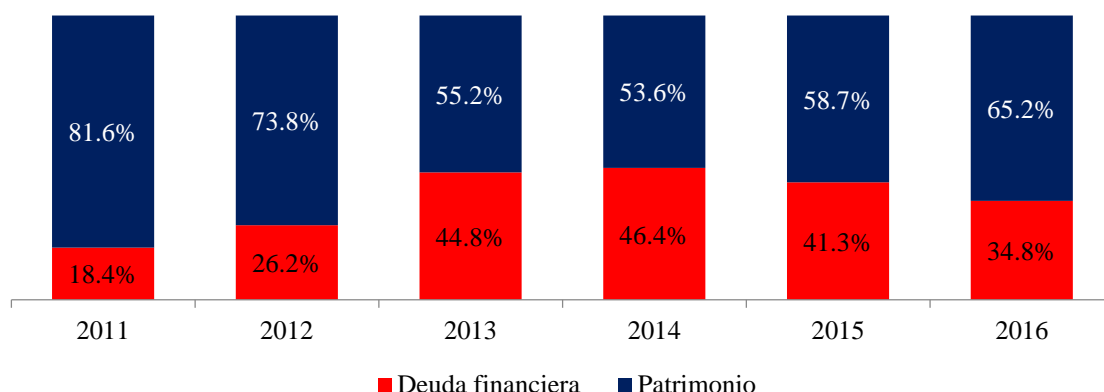
Elaboración: Propia.

J. Estructura de capital

Hasta el año 2013, la estructura de capital de la empresa estuvo compuesta por más patrimonio que deuda financiera; sin embargo en el año 2014 esta tendencia cambió y la estructura de capital estuvo compuesta, en su mayoría, por deuda financiera. Asimismo, en ese año, se nota un incremento notable de su deuda financiera a corto plazo. Ello perjudicó a las utilidades de la empresa, puesto que tuvo que incurrir en mayores gastos financieros. Además, afectó a que las principales clasificadoras de riesgo le dieran una perspectiva negativa.

A partir del año 2015, la empresa comenzó una reestructuración de su deuda, cambiando parte de su deuda de corto plazo a largo plazo, así como reduciendo la proporción de su deuda en dólares, para mitigar el descalce cambiario. Al año 2016, se puede observar que nuevamente su estructura de capital se encuentra concentrada, en mayor parte, en su patrimonio.

Figura 65: Estructura de capital, 2011-2016
(En porcentaje)

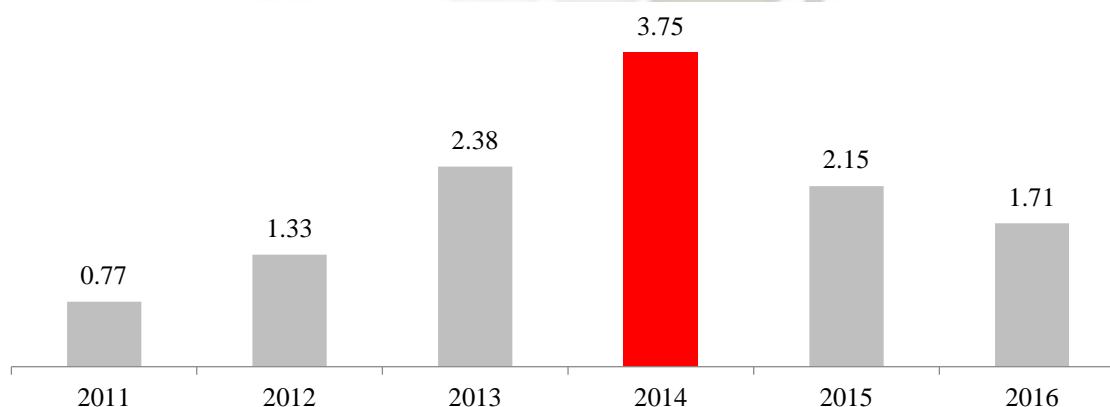


Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Estados Financieros. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

En cuanto al ratio deuda/EBITDA, la empresa se endeudó en mayor proporción en el año 2014, debido a la compra de la empresa cereales Ángel, ese exceso de endeudamiento provocó que Alicorp registrara bajas utilidades y disminuyera su calificación crediticia, por lo que en los años posteriores ejecutó estrategias para disminuir este ratio y recuperar su salud financiera.

Figura 66: Deuda/EBITDA, 2011-2016



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Estados Financieros. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

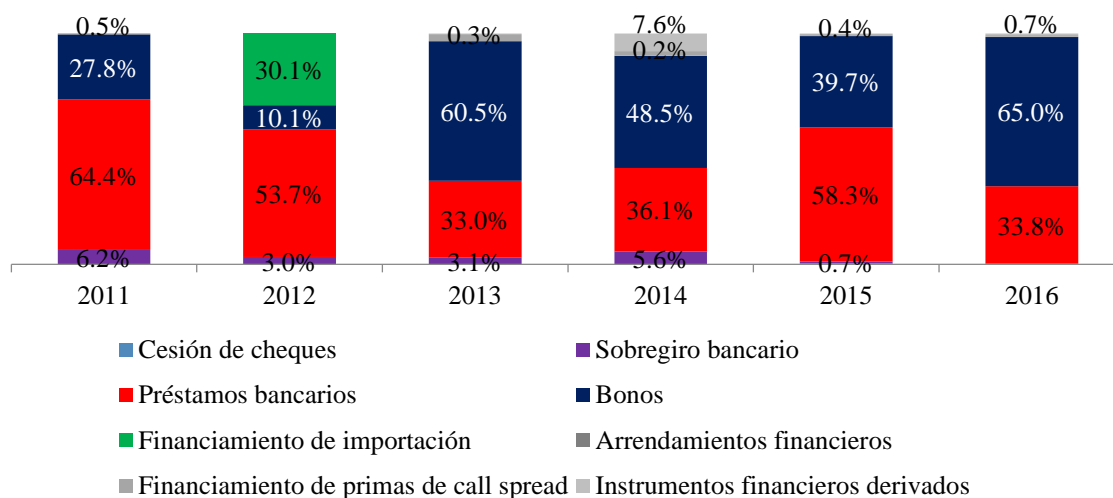
Elaboración: Propia.

Por otro lado, al año 2016, la deuda está compuesta, principalmente, por bonos (65%) y préstamos bancarios (33.8%). El incremento de la deuda con bonos se debió a la tercera y cuarta emisión de bonos locales por un total de S/ 230.2 millones.

En el año 2015, la deuda estaba compuesta en mayor parte por préstamos bancarios (58.3%), de esa manera, comparando este porcentaje con el del año 2016, se nota claramente las intenciones de la empresa de disminuir su endeudamiento con entidades financieras.

En lo que respecta a bonos es importante mencionar que Alicorp ha emitido tanto bonos internacionales como locales. Los bonos internacionales fueron colocados en el año 2013 por un monto de US\$ 450 millones a una tasa cupón de 3.875% nominal anual, el bono se amortizará al vencimiento y los intereses serán pagados semestralmente hasta su vencimiento en el 2023. Por su parte, se han realizado cuatro emisiones de bonos locales, la primera se dio en diciembre de 2014, Alicorp colocó S/ 116 millones de bonos a una tasa de 4.96875% que vencen en diciembre de 2017. La segunda emisión se dio en enero de 2015 por un monto de S/ 500 millones de bonos con vencimiento a 15 años a una tasa de 7.0%. La tercera emisión se realizó en marzo de 2016 por un monto ascendente a S/ 70 millones con vencimiento a 3 años y con una tasa de 6.84375%. En la misma fecha, la empresa realizó su cuarta emisión de bonos, colocando S/ 160 millones con vencimiento a 7 años a una tasa de 7.81250%.

**Figura 67: Composición de la deuda, 2011-2016
(En porcentaje)**



Fuente: Alicorp S.A.A. (2016). Estados Financieros. Extraído el 06 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

2.2.4.2. Objetivos Financieros

- Alicorp prevé un crecimiento de sus ventas de 6.5% anualmente, en el periodo 2016-2019.
- La empresa proyecta alcanzar márgenes EBITDA entre 13.5% y 14.5% para el 2019.
- Se espera que los márgenes netos se encuentren entre 5.5% y 6.5% para el 2019.
- Se proyecta alcanzar un rendimiento del capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés) entre 12.5% y 13.5% para el 2019.
- Alicorp espera mantener un ratio Deuda Neta/EBITDA en un rango entre 2.0x y 2.5x.

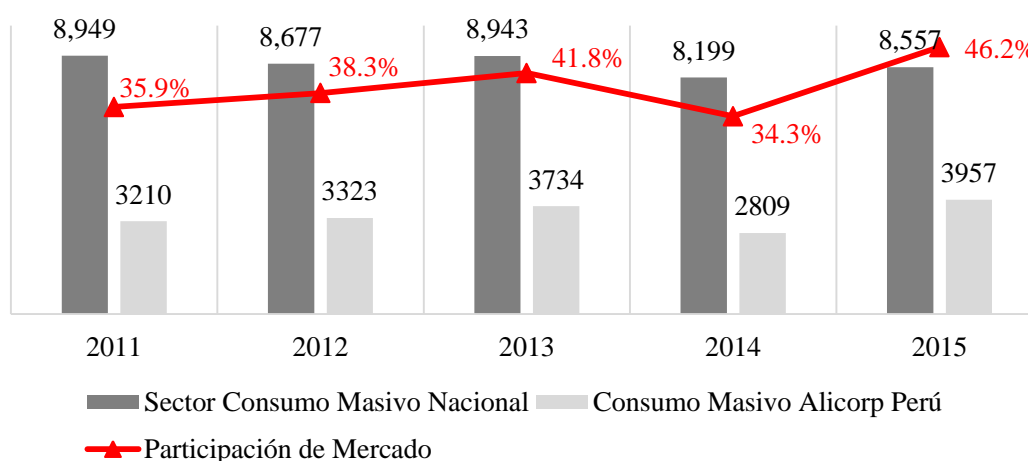
2.2.4.3. Ventas de Alicorp vs. el sector

Según la información del INEI (Insituto Nacional de Estadística e Informática), las ventas del sector de

alimentos para el año 2011 fueron de 8,949 millones de soles y de la empresa Alicorp fue de 3,210 en millones de soles, lo cual indica que la participación de Alicorp para ese año fue del 35.9%, hasta el año 2013 se fue incrementando, pero en el año 2014 las ventas del sector se redujeron a 8,199 millones de soles, al igual que las ventas de Alicorp a 2,809 millones de soles, siendo así la participación de Alicorp del 34.3%.

Para el año 2015, las ventas del sector incrementaron a 8,557 millones de soles y la participación de Alicorp paso a ser el 46.2%, lo cual indica que Alicorp tiene una gran cuota del mercado peruano en su línea de negocio de consumo masivo.

Figura 68: Participación de Mercado de Alicorp, 2011-2015
(En millones de soles)



Fuente: Alicorp S.A.A. (2015). Memoria Anual. Extraído el 02 de marzo del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/inversionistas>

Elaboración: Propia.

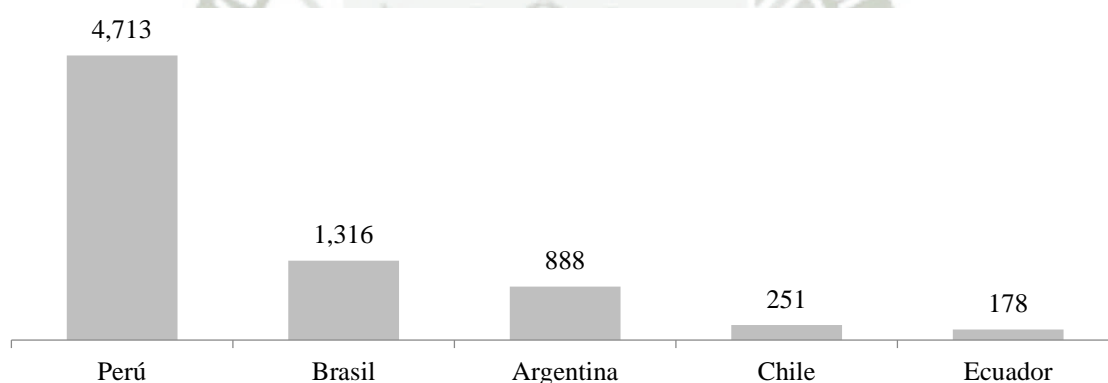
2.2.5. Recursos Humanos

2.2.5.1. Colaboradores

Al cierre del 2014, Alicorp contaba con 7,346 colaboradores; para la empresa su equipo de trabajadores representa una pieza clave de su éxito, por lo que se esfuerza en desarrollar sus talentos y de esa manera ellos puedan cumplir con las metas de la empresa.

Perú es el país de operación de Alicorp que cuenta con mayor número de colaboradores, en este caso también se consideran los trabajadores de las subsidiarias. Brasil es el segundo país con mayor número de empleados, le siguen Argentina, Chile y Ecuador.

Figura 69: Número de colaboradores por país, 2014



Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 18 de febrero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia

Por género, el 83.2% de trabajadores de Alicorp son hombres y el 16.8% restante son mujeres. En cuanto a función, el 59.5% son trabajadores de planta, el 38.7% son trabajadores de oficina y 1.8% son practicantes.

El mayor porcentaje de colaboradoras desempeña sus funciones en oficinas (48.9%); sin embargo, un gran

porcentaje de mujeres desempeña sus roles en trabajos de planta (45.1%).

La diferencia entre hombres que trabajan en oficina y en planta es más marcada que en el caso de las mujeres. El 62.4% de los colaboradores trabaja en planta, mientras que el 36.6% lo hace en oficinas.

En Ecuador se encuentra el mayor porcentaje de colaboradoras de oficina (21.3%), y en Brasil y Argentina trabaja el mayor porcentaje de colaboradoras de planta (11.6% en cada país). Por su parte, el mayor porcentaje de colaboradores de oficina se encuentra en Argentina (52.1%), y el mayor porcentaje de colaboradores de planta está en Perú (58.8%).

Tabla 19: Número de colaboradores por rol y género, 2014

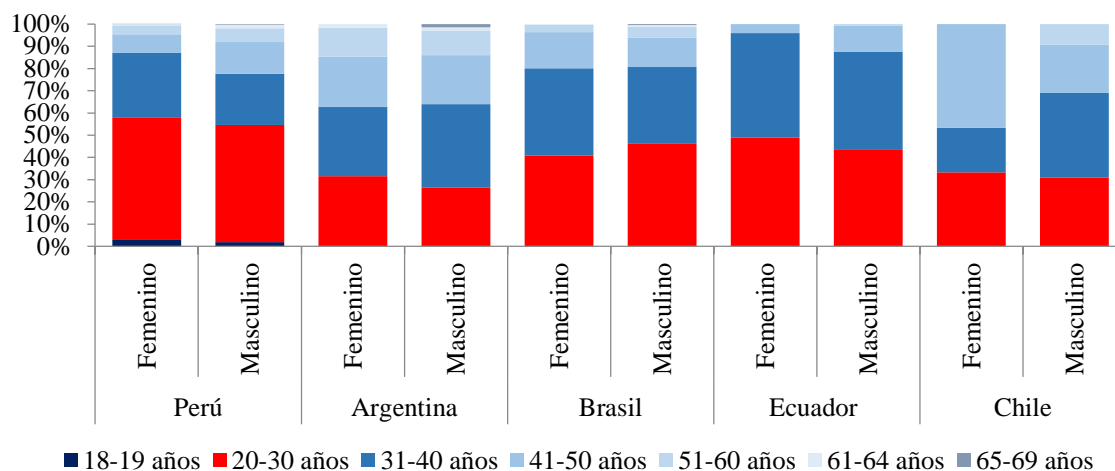
	Perú	Brasil	Argentina	Chile	Ecuador
Colaboradoras de oficina	340	125	85	15	38
Colaboradoras de planta	292	152	103	0	10
Modalidades formativas	70	0	4	0	0
Colaboradores de oficina	1185	447	463	100	45
Colaboradores de planta	2770	592	229	136	85
Modalidades formativas	56	0	4	0	0

Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 18 de febrero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia.

El mayor número de trabajadores se encuentra en el rango de 20 y 30 años, le siguen los colaboradores entre 31 y 40 años. Por otro lado, solo en Perú hay trabajadores entre 18 y 19 años, asimismo los trabajadores mayores a 65 años representan un porcentaje mínimo dentro del total de trabajadores en todos los países.

Figura 70: Número de colaboradores por género y edad, 2014



Fuente: Alicorp S.A.A. (2014). Reporte de sostenibilidad. Extraído el 18 de febrero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/desarrollo-sostenible/reporte-de-sostenibilidad.html>

Elaboración: Propia.

Es importante destacar también que en la mayoría de plantas de producción de Alicorp, en los diferentes países en donde opera, se contratan a colaboradores locales. Por ejemplo, en Brasil, el 99% de trabajadores son locales; en Chile, el 96%; en Ecuador, el 85%; en Perú, en las plantas de Arequipa y Trujillo, el 100% son colaboradores del lugar, en la planta del Callao, solo el 16% son de la provincia constitucional. Argentina es el único lugar de operación de Alicorp en donde el mayor número de colaboradores son foráneos (88%).

2.2.5.2. Política de retribución

Alicorp se caracteriza por retribuir a sus trabajadores de manera justa. En cuanto a las remuneraciones, estas se encuentran por encima del mercado y se asignan de acuerdo con la experiencia, conocimiento y complejidad del trabajo que realiza el personal.

Además, la empresa otorga bonos anuales a sus trabajadores por su buen desempeño, en base a una evaluación de los objetivos alcanzados frente a los objetivos establecidos. Trimestralmente, también, se otorgan bonos grupales a los obreros por su productividad, con estos incentivos se trata de mejorar la eficiencia de los equipos de trabajo.

2.2.5.3. Políticas de selección

Dentro de las políticas de selección de Alicorp se deben de seguir los lineamientos correspondientes a las situaciones de conflicto de interés con la empresa, el parentesco donde los familiares consanguíneos del personal pueden tener hasta una relación de tercer grado, respecto a la familia política hasta una relación de segundo grado. Otro aspecto es el matrimonio, en el caso de los colaboradores que contraen matrimonio debe coordinarse con RRHH para que esta decida el área (diferente para cada miembro) en donde cada parte efectuará sus respectivas actividades.

También se considera para las políticas de selección lo referente a que los colaboradores o sus conyugues no posean inversiones en alguna otra empresa de competencia con Alicorp, de la misma forma con operaciones con terceros (proveedores, clientes y competidores) se debe informar ya que no se pueden tomar decisiones cuando el conyugue es uno de los terceros en mención. Por último se considera la dedicación y el esfuerzo de los colaboradores hacia la empresa demostrando su compromiso con el cumplimiento de sus actividades.

2.2.5.4. Desarrollo profesional

La empresa busca el crecimiento profesional y personal de todos los integrantes de su equipo u organización. Para ello, Alicorp capacita a sus colaboradores para que ellos puedan seguir desarrollándose y estén listos para los desafíos que se presenten. Las capacitaciones que brinda la empresa son de tres tipos:

- **Capacitación técnica:** Están vinculadas con las funciones de las áreas, el sistema SAP, las OHSAS 18001 y la estructura de la producción.
- **Capacitación de desarrollo y habilidades:** Relacionada con las actitudes y conocimientos que tiene como expectativa la empresa de sus colaboradores, como la retroalimentación, *coaching*, estilos de clima laboral, entre otros.
- **Capacitaciones especializadas:** Se dan en base a las necesidades de los colaboradores.
- **Capacitaciones obligatorias:** Son brindadas para que el personal pueda identificar los riesgos, peligros y estar actualizados respecto a materia regulatoria.

2.2.6. Sistemas de Información

2.2.6.1. Sistema de información en la empresa

Alicorp respalda y refuerza el crecimiento de la industria aceptando los compromisos de sobrepasar las expectativas de sus clientes y consumidores brindándoles productos saludables y servicios con una innovación constante y con la práctica de las exigencias de los estándares de calidad. Prever la contaminación ambiental, sostener el uso

apropiado de los recursos, impulsar el comportamiento adecuado y seguro para impedir que las personas sufran algún daño o lesión a su salud en las instalaciones y a suprimir los daños materiales en general. Ejecutar los requisitos legales aplicables y optativos de la empresa hace que asuma y defienda sus actividades contra actos ilícitos Vela por el desarrollo de su personal, para mejorar y que la empresa tenga los mejores resultados de sus sistemas de gestión e información.

2.2.6.2. Tipología de información de la empresa

Alicorp cuenta con diferentes herramientas de apoyo como una plataforma intranet, sistemas comunes de gestión, documentación de los sistemas de gestión de calidad. Además, desarrolla informes de resolución de problemas y acciones de mejora; y cuenta con una página web y una revista interna.

En cuanto al sistema contable, la empresa utiliza el sistema SAP R/3, el cual permite estandarizar todos los procesos de la empresa y mejorar la eficiencia de los procesos contables.

2.2.7. Tecnología

2.2.7.1. Innovación y desarrollo

Para Alicorp es muy importante la investigación, el desarrollo y la innovación constante por ello la empresa trabaja en la integración de sus filiales (Ecuador, Chile, Brasil, Argentina, Colombia) implantando una red internacional de comunicaciones además instalaron sistemas de video conferencia en Perú y sus filiales

realizando una renovación tecnológica de servidores y de sus equipos de comunicación. La empresa actualmente emplea el sistema SAP para todos sus procesos. Para la nutrición animal de la línea de negocio de acuicultura implantaron las tecnologías módulo de trazabilidad para poder analizar la estructura de los productos

Además Alicorp tiene presente que el lanzamiento de nuevos productos al mercado es indispensable para cumplir con las expectativas de sus clientes o consumidores, de esta manera en Perú es que salieron a la venta los siguientes nuevos productos: sémola Don Vittorio, mostaza Alacena quitamanchas Opal, suavizante Bolivar Plus entre otros y las nuevas presentaciones de grageas Tentación, galletas Margaritas. En Argentina, la empresa relanzó las líneas completas de cuidado de la piel Plusbelle, los jabones de lavar Gran Federal, detergente en polvo Zorro y una nueva presentación de las cinco variedades de galletas de la marca Okebon.

En el caso de Brasil se dio el lanzamiento de un nuevo sabor de pre mezcla para pasteles Santa Amalia y para el negocio B2B nuevas pre mezclas de la marca Experta.

2.2.7.2. Tecnologías de acceso

Alicorp cuenta con un área de desarrollo tecnológico que se encarga de desarrollar nuevos productos, generando tecnologías que permitan fabricarlos. Asimismo, se encarga de mejorar los productos ya existentes y lograr eficiencia en costos en cuanto a generar tecnologías que permitan optimizar los procesos productivos.

Se tiene conocimiento que en el año 2011, la empresa emprendió 23 iniciativas de mejoras tecnológicas en todo su proceso productivo, lo que le permitió reducir sus

costos hasta en S/ 4.1 millones. (Alicorp y su estrategia tecnológica, 2013)

2.2.7.3. Plataforma de Internet

Una de las principales estrategias de Alicorp es el crecimiento de las ventas de acuerdo a una estrategia de plataforma (portafolio de productos que tienen la misma tecnología). Esto le permite a la empresa reconocer las sinergias y economías de escala entre la variedad de sus productos, para plantear planes de marketing, y así complementarse con los planes de reducción de costos y optar por posibles empresas a adquirir.

2.2.7.4. Cobertura y soporte a los usuarios

La empresa tiene un área del servicio al cliente, cuya función es garantizar la satisfacción de los consumidores, atendiendo posibles reclamos o recomendaciones, para lo cual cuenta con un Call Center Integrado.

Como parte de su estrategia de acercarse más a los consumidores finales, en el año 2016, Alicorp decidió incrementar su porcentaje de inversión en medios digitales, de 2% a 8% del total presupuestado para publicidad en medios masivos.

Es así que en ese año, se creó la plataforma digital Ali que está enfocada a brindar soluciones prácticas para el día a día de las personas, y no se utiliza como una plataforma de publicidad de los productos de Alicorp, sino más bien funciona como una guía de consejos para los consumidores.

2.2.8. Matriz FODA

En base al análisis sectorial y de la empresa se han identificado las siguientes fortalezas, debilidades, oportunidades, amenazas y estrategias, las cuales se muestran en la matriz.

Tabla 20: Matriz FODA

MATRIZ FODA	Fortalezas	Debilidades
	F1. Empresa líder de consumo masivo en el Perú y la segunda más grande en América Latina.	D1. Los consumidores no asocian las marcas producidas por Alicorp con la empresa.
	F2. 45 años de experiencia y trayectoria en el sector de alimentos en el Perú.	D2. Ciertos productos de la empresa están supeditados a los insumos importados.
	F3. Amplio portafolio de productos diversificados y líneas de negocio.	D3. Gran dependencia de los precios de los commodities, ya que el 80% de su costo de ventas es por la compra de estos insumos.
	F4. Amplia red de distribuidores (250 mil) y puntos de venta (284) a nivel nacional.	D4. Exposición a la deuda financiera, debido a las grandes inversiones que requiere hacer la empresa para poder mantenerse como líder en el mercado.
	F5. Personal capacitado y comprometido con la empresa.	D5. Altas inversiones en el lanzamiento de nuevos productos y el riesgo de no ser aceptados por los consumidores.
	F6. Lineamientos estratégicos definidos y constante seguimiento de su cumplimiento.	D6. La empresa elabora productos de consumo masivo por lo tanto los mismos tienen sustitutos y ante un aumento de precio o inconformidad del producto, los consumidores recurren a la competencia.
	F7. Respaldo de los grupos económicos más importantes.	
	F8. Muchas de sus marcas se encuentran en el puesto número 1 de productos más consumidos.	
	F9. La empresa protege su know-how lo cual le permite mantenerse un paso adelante en comparación con otras empresas.	
	F10. La empresa cuenta con tecnología de punta para la elaboración de sus productos.	
	F11. Gestión del riesgo de las materias primas, la empresa está al tanto de sus procesos de compra de todos los insumos que necesita, también del manejo de inventarios, volumen, proveedores, coberturas.	
	F12. Alta presencia y participación en la canasta familiar de los hogares.	

	F13. La empresa está comprometida con la reducción de los niveles de sodio y azúcar en sus principales productos, por lo tanto promueve la salud y la nutrición.	
	F14. Alicorp pertenece a la Asociación Nacional de Anunciantes del Perú (ANDA), la cual está comprometida con la comunicación comercial ética y de respeto.	
	F15. Precios accesibles y productos para todos los niveles socioeconómicos.	
Oportunidades	Opciones estratégicas FO	Opciones estratégicas DO
O1. Las empresas del sector alimentario se rigen a leyes que promueven la buena alimentación entre los peruanos.	1. Desarrollo de nuevos productos premium con las marcas que ya tienen presencia en el mercado. (F3, F8, F10, F12, F15, O2, O3, O4, O5, O6, O8, O11)	1. Realizar campañas publicitarias que ayuden asociar todas las marcas de Alicorp con la empresa y crear una imagen de Alicorp como empresa saludable y preocupada por la salud alimenticia de la población. (D1, D6, O1, O5, O8)
O2. Incremento de una clase media emergente en América Latina.	2. Incrementar su participación de ventas en mercados como el brasileño, colombiano, argentino ecuatoriano y boliviano, a través de fusiones y adquisiciones de empresas o la construcción de plantas en estos países y así posicionar sus productos. (F1, F2, F3, F6, F12, F15, O2, O5, O6, O9)	2. Invertir en nuevas tecnologías que permitan mejorar las operaciones, reduciendo tiempos de producción y ahorrando costos de mermas y energía utilizada. De esa manera la empresa hará una buena inversión a largo plazo que se verá reflejado en sus ingresos y podrá hacer frente a sus obligaciones financieras. (D4, D5, O10, O11)
O3. Se tiene previsto que las ventas de los productos alimenticios elaborados incrementen a US\$ 10.6 billones para el año 2020.	3. Informar a los consumidores sobre los puntos de venta donde pueden encontrar sus productos a través de los canales de comunicación. (F1, F2, F3, F4, F5, F7, F8, F12, F14, O2, O4, O6, O7, O8, O9)	3. Planificar y estructurar adecuadamente los planes de inversión para aprovechar las tasas de interés de financiamiento del mercado. (D4, O12)
O4. El incremento del número de supermercados a nivel nacional, permitirá incrementar los canales de ventas de los productos alimenticios.	4. Innovar constantemente y desarrollar nuevas estrategias para mantener su posición en el mercado o sacar ventaja a sus competidores. (F9, F10, O10, O11)	4. Realizar estudios de mercado y estar innovando constantemente y así lanzar nuevos productos o líneas de negocio al mercado. (D5, O1, O3, O4, O5, O8, O9)
O5. Cada vez son más las personas que se preocupan por tener una buena salud alimenticia; en ese sentido, exigen productos saludables y con altos estándares de calidad.		5. Realizar pruebas piloto antes de lanzar nuevos productos al mercado, para así determinar su demanda. (D5, O4)
O6. El incremento de la población genera una mayor demanda de los productos alimenticios, por ello la tasa de natalidad influye en la demanda y en la oferta del mercado.		
O7. Las compras de alimentos por parte del Estado para cumplir con los diferentes programas sociales que ejecuta, son muy importantes dentro de la demanda de productos alimenticios.		
O8. Los medios de comunicación, como las redes sociales, televisión, internet, entre otros generan en las personas nuevos hábitos o estilos de vida respecto a su alimentación.		

O9. La globalización ha permitido que las personas conozcan nuevas culturas y que quieran insertarse a las mismas, repitiendo sus costumbres o los diferentes hábitos y alimentos que consumen.		
O10. En algunas industrias la trascendencia tecnológica y comercial usualmente es equivalente pero algunos líderes del mercado no tienen el capital tecnológico necesario y son únicamente receptores de tecnología.		
O11. La innovación en procesos, equipos y/o aparatos, ayudarán a facilitar el proceso de producción de manera eficiente.		
O12. Tasas bajas de financiamiento en las entidades bancarias.		
Amenazas	Opciones estratégicas FA	Opciones estratégicas DA
A1. Volatilidad de los precios de los commodities en el mercado internacional.	1. Crear nuevas líneas de productos saludables e informar el valor nutricional que tienen los productos que lanzan al mercado. (F1, F2, F3, F8, F12, F13,F15,A4)	1. Continuar con una eficiente estrategia de coberturas para evitar el impacto de las fluctuaciones del tipo de cambio y los precios de los commodities. (D2, D3, A1, A8)
A2. El incremento del impuesto a la renta para las grandes empresas podría afectar los márgenes de utilidad de las empresas del sector.	2. Analizar los riesgos al que está expuesta la empresa y coberturarse empleando instrumentos del mercado (F6, F7, F11, A1, A5, A8)	2. Elaborar productos diferenciados a los de la competencia, dándoles un plus, evitando así los cambios de preferencias por otras marcas y levantando barreras de entrada para nuevos competidores. (D5, D6, A3, A6)
A3. Agresivas campañas de publicidad y marketing por parte de los competidores.	3. Presentar al mercado productos que estén al alcance de todos y que difícilmente puedan ser sacados de la canasta familiar.(F3, F8, F12,F15, A7)	3. Generar escudo fiscal, a través de los intereses financieros y la depreciación de activos. (D4, A2)
A4. Los productos de consumo masivo no son considerados saludables por ser alimentos procesados.		
A5. Desastres naturales pueden afectar las cosechas de las materias primas que se necesitan para la producción de alimentos.		
A6. Ingreso de nuevos competidores al sector de la empresa.		
A7. Crisis económicas que causen la disminución del poder adquisitivo de las familias.		
A8. Fluctuaciones en el tipo de cambio.		

Fuente y elaboración: Propia

CAPITULO III: MODELO DE VALORACIÓN PARA UNA EMPRESA DEL SECTOR ALIMENTARIO PERUANO: CASO ALICORP S.A.

3.1. Propósito

El propósito del modelo de valoración es determinar el valor de la empresa Alicorp S.A, la más representativa del sector alimentario peruano, a través de la optimización de su estructura de capital, sirviendo como un modelo de valoración para las empresas del mismo sector. La combinación ideal de financiamiento permitirá a la empresa alcanzar un valor empresarial máximo y a la vez mostrarse como una empresa saludable financieramente ante las clasificadoras de riesgo y sus inversionistas.

3.2. Objetivos

- Determinar el máximo valor de la empresa, a través de la optimización de su estructura de capital.
- Determinar el costo promedio ponderado de capital (WACC) para las empresas del sector alimentario peruano.
- Realizar un análisis de sensibilidad en base a los principales *drivers* que mueven al sector alimentario.

3.3. Diseño Metodológico

3.3.1. Valoración a través del Flujo de caja Descontado

El modelo de valoración tiene un horizonte de tiempo de 5 años, que comprende el periodo 2017-2021.

3.3.1.1. Supuestos y proyecciones

A. Estado de Resultados

- Ventas

Se han proyectado las ventas de cada una de las líneas de negocio de Alicorp para el periodo 2017-2021. Cabe resaltar que una de las metas de la empresa hacia el año 2021 era llegar a ventas totales de S/ 15 mil millones; sin embargo, en base a las proyecciones realizadas en la presente tesis, la empresa no alcanzará dicha meta, debido a la ralentización económica de los países en donde opera. Así, según las proyecciones realizadas en la presente investigación, al año 2021, la empresa logrará facturar ventas por el monto de S/ 9.8 mil millones.

En el caso de la línea de negocio de Consumo Masivo Perú (CMP), las ventas fueron proyectadas en base a información disponible del futuro crecimiento del sector de consumo de alimentos. De acuerdo con Business Monitor International, este sector en el Perú crecerá a tasas de entre 9.1% y 9.4% en el periodo proyectado; como mínimo las ventas de la empresa deben crecer a ese mismo ritmo, para así poder mantener su cuota de mercado. Al año 2016, las ventas de CMP alcanzaban la cifra de S/ 2.5 mil millones y para el 2021 se espera que lleguen a los S/ 3.9 mil millones, gracias a las mejores perspectivas de consumo privado.

Para proyectar las ventas de Consumo Masivo Internacional (CMI), se hizo un análisis de regresión (Ver Anexo 4) entre estas últimas y el PBI de América Latina, puesto que la empresa realiza operaciones en Perú, Ecuador, Brasil, Argentina y Chile. Mediante este análisis se determinó que las variables tenían una correlación de

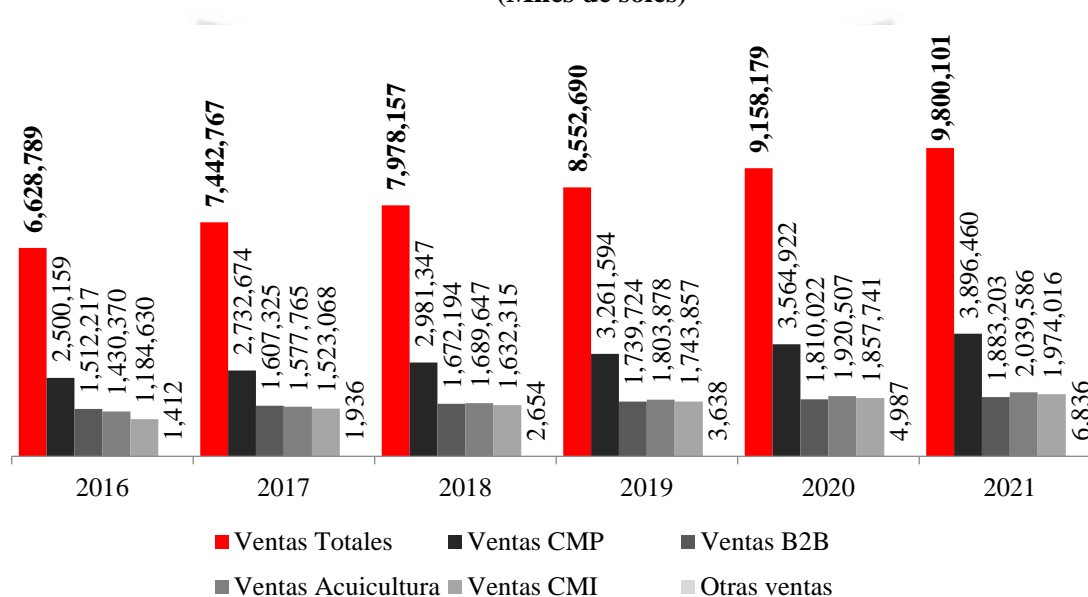
71.71% y el t de calculado fue mayor al t de tablas, definiendo así un alto grado de dependencia entre las ventas de CMI y el PBI de América Latina. En base a la ecuación de regresión determinada, se proyectaron las ventas de esta línea de negocio, tomando como “ x ” las proyecciones del PBI de América Latina, dadas por el Fondo Monetario Internacional, que oscilarán entre 1.2% para el 2017 y 2.1% para el 2021. De acuerdo con las proyecciones realizada, las ventas de CMI pasarán de S/ 1.2 mil millones a S/2.0 mil millones en el 2021.

Las ventas del negocio B2B se proyectaron en base al crecimiento del PBI de Perú, teniendo en cuenta que esta línea de negocio solo opera en este país. Para determinar si el indicador de PBI de la economía peruana tenía influencia directa en las ventas de B2B, se realizó un análisis de regresión (Ver Anexo 6), en el cual se determinó que la correlación entre ambas variables era de 93.07% con un t calculado mayor al de t de tablas, definiendo así un alto grado de dependencia entre ambas variables. Sabiendo que el PBI es una variable que influye en las ventas de B2B, se proyectaron estas últimas con la ecuación de regresión determinada, tomando como “ x ” las tasas de proyección de crecimiento de PBI dadas por el Banco Central de Reserva de Perú (BCRP) que fluctuarán de 3.5% a 4.1%. Según las proyecciones, las ventas de B2B pasarán de S/ 1.5 mil millones en el 2016 a S/ 1.9 mil millones en el 2021.

Al igual que en el caso de CMI, las ventas de acuicultura se proyectaron en base al crecimiento del PBI de América Latina, ya que esta línea de negocio está presente en Perú, Chile, Ecuador y Honduras. Al realizar el análisis de regresión (Ver Anexo 7), se halló una correlación de 90.25% entre ambas variables y una t calculada mayor a la

t de tablas. Para proyectar las ventas de acuicultura se utilizó la ecuación de regresión, tomando como “x”, las proyecciones de la tasa de crecimiento de PBI de América Latina para el periodo 2017-2021. De esa manera, las ventas de esta unidad de negocio pasarán de S/ 1.4 mil millones en el 2016 a S/ 2.0 mil millones al 2021.

Figura 71: Proyecciones de las ventas, 2017-2021
(Miles de soles)



Fuente y elaboración: Propia.

• Costo de ventas

El costo de ventas de Alicorp depende principalmente de las compras de *commodities*, como el trigo y el aceite de soya, que son sus principales insumos. En los últimos cinco años, en promedio, el costo de ventas de la empresa ha sido el 72.0% de las ventas. Continuando con esta tendencia, se ha proyectado esta cuenta en función a esa proporción. Así el costo de ventas pasará de S/ 4.6 mil millones en el 2016 a S/ 7.1 mil millones en el 2021, producto de sus mayores ventas.

- **Gastos de ventas y distribución**

Los gastos de ventas y distribución, que son básicamente gastos en publicidad, promoción y comisiones, en el periódico histórico representaron el 12.5% de las ventas y se pronostica que esa tendencia va a continuar para los próximos años, ya que la empresa realiza grandes inversiones en publicidad y promoción para poder mantener sus productos en la mente de los consumidores. Además, Alicorp posee una extensa red de distribuidores, por lo que el gasto en este rubro también es alto, para así poder llegar a más lugares. Al año 2016, los gastos de ventas y distribución fueron S/ 937 millones y en el 2021 llegarán a S/ 1.2 mil millones.

- **Gastos de administración**

Para la proyección de los gastos administrativos, se utilizó una tasa de crecimiento anual de 8.1%, la cual fue el promedio de los último cinco años. De esa manera esta cuenta pasará de S/ 409 millones en el 2016 a S/ 603 millones en el 2021.

- **Otros ingresos y gastos**

La cuenta de otros ingresos proviene principalmente de la venta activo fijo y devolución de impuestos. Para los años proyectado, esta cuenta representará el 0.3% de las ventas, al igual que en los anteriores.

Por el lado de otros gastos, estos corresponden a gastos por reorganización de sociedades y algunas contingencias. Para las proyecciones, esta cuenta representará el 0.5% de las ventas, al igual que el periódico histórico.

- **Ingresos y gastos financieros**

Los ingresos financieros crecerán entre 6.6% a 7.8% entre los años 2017 y 2021, gracias a mayores intereses sobre depósitos y préstamos y percepción de dividendos por sus inversiones en otras empresas.

Por su parte los gastos financieros, para el año 2017, reducirán, debido a que Alicorp aún se encuentra reestructurando su deuda y no está realizando grandes inversiones. Sin embargo, ya para el 2018, se observa un ligero incremento, pero es ya en el año 2019 donde se observa un gran crecimiento de los gastos financieros, debido a que en este año la empresa se endeudará nuevamente y saldrá al mercado en busca de realizar fusiones y adquisiciones, para así poder seguir ampliando su negocio a nivel Latinoamérica. El costo de su deuda oscilará entre 6.4% y 6.9%.

- **Impuestos**

Debido a que la empresa realiza operaciones en diversos países de Latinoamérica, es que paga distintas tasas de impuesto a la renta. En la tabla 28, se muestran las tasas de impuesto a la renta que se pagarán a partir del año 2017 y 2018, según las modificaciones de leyes en cada país donde opera Alicorp. El monto de impuesto a la renta que la empresa deberá pagar pasará de S/ 160 millones en el 2016 a S/ 232 millones en el 2021

Tabla 21: Estado de Resultados, 2017-2021
(Miles de soles)

CUENTA	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de Actividades Ordinarias	7,442,767	7,978,157	8,552,690	9,158,179	9,800,101
<i>Consumo Masivo Perú</i>	2,732,674	2,981,347	3,261,594	3,564,922	3,896,460
<i>B2B</i>	1,607,325	1,672,194	1,739,724	1,810,022	1,883,203
<i>Acuicultura</i>	1,577,765	1,689,647	1,803,878	1,920,507	2,039,586
<i>Consumo Masivo Internacional</i>	1,523,068	1,632,315	1,743,857	1,857,741	1,974,016
<i>Otros</i>	1,936	2,654	3,638	4,987	6,836
Costo de Ventas	-5,360,039	-5,745,609	-6,159,369	-6,595,422	-7,057,713
Ganancia (Pérdida) Bruta	2,082,729	2,232,548	2,393,321	2,562,757	2,742,387
Gastos de Ventas y Distribución	-933,864	-1,001,040	-1,073,128	-1,149,101	-1,229,644
Gastos de Administración	-442,158	-477,811	-516,338	-557,972	-602,963
Otros Ingresos Operativos	24,622	26,393	28,293	30,296	32,420
Otros Gastos Operativos	-33,583	-35,998	-38,591	-41,323	-44,219
Otras Ganancias (Pérdidas)	-7,398	-7,930	-8,502	-9,103	-9,741
Ganancia (Pérdida) Operativa	690,348	736,161	785,056	835,554	888,239
Ingresos Financieros	14,804	15,854	17,019	18,313	19,751
Gastos Financieros	-99,030	-101,362	-122,715	-142,233	-154,841
Participación en la Ganancia (Pérdida) neta de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	1,166	1,276	1,397	1,529	1,674
Diferencias de Cambio Neto	-29,491	-31,613	-33,889	-36,289	-38,832
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	577,796	620,317	646,867	676,875	715,990
Ingreso (Gasto) por Impuesto	-186,946	-201,147	-209,756	-219,487	-232,171
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	390,850	419,170	437,111	457,388	483,820

p: proyectado.

Fuente y elaboración: Propia

B. Estado de Situación Financiera

A continuación, se muestran los supuestos utilizados para proyectar las cuentas del activo corriente.

- **Efectivo y equivalente de efectivo**

Esta cuenta fue proyectada mediante el promedio de sus días de efectivo lo cual corresponde a 11.9 días de rotación de efectivo.

- **Otros activos financieros corrientes**

Esta cuenta fue proyectada mediante el promedio de sus días de rotación de activos financieros lo cual corresponde a 3.37 días y son los instrumentos derivados financieros por la compra de commodities.

- **Cuentas por cobrar comerciales**

Esta cuenta se proyectó mediante el promedio de las cuentas pendientes de cobro, teniendo como resultado una rotación de cobro de 58.9 días, las cuales aumentan en mayor proporción a partir del 2019 debido a sus ventas, ya que la empresa realizara mayores operaciones.

- **Inventarios**

Los inventarios se proyectaron a través de la rotación de inventarios promedio de los años históricos, que fue 68.4 días, el ratio es alto debido a las materias primas ya que la empresa necesita de las mismas para poder elaborar sus productos y como la

mayoría son importadas su tiempo de rotación es mayor.

- **Otros activos no financieros corrientes**

Fueron proyectados por el promedio de la variación anual de 8.21%, esta cuenta se refiere a toda la publicidad que se paga por adelantado, también como alquileres, impuestos municipales, licencias.

Seguidamente, se explican los supuestos para las proyecciones de las cuentas del activo no corriente.

- **Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar**

Para esta cuenta se tienen menores flujos debido a que Alicorp tiene pagarés con la empresa subsidiaria Vitapro Chile S.A., la misma que debe cobrar a la empresa Cultivos Yadrán S.A., puesto que es acreedor del préstamo sindicado y cuyo préstamo tendrá que ser cancelado en 5 años es decir hasta el 2021.

- **Propiedad, planta y equipo**

Para proyectar esta cuenta, se hizo el supuesto que en los años 2017 y 2018, la empresa solo invertirá para renovar maquinaria y equipo, debido a que aún se encuentra recuperándose de la caída que tuvo en los años 2014 y 2015. Sin embargo, debido a la recuperación que está mostrando Alicorp y según declaraciones del gerente general de la empresa, a

partir del año 2019, Alicorp saldría al mercado a realizar nuevas fusiones y adquisiciones, así como invertir en nuevas plantas en los países donde quiere incursionar, para así ampliar su negocio y consolidarse en Latinoamérica. A continuación se muestran las tasas de proyección del CAPEX para los años 2017-2021.

Tabla 22: Tasas de proyección de CAPEX

CAPEX / VENTAS				
2017	2018	2019	2020	2021
2.00%	2.00%	3.00%	3.20%	3.50%

Fuente y elaboración: Propia.

- **Plusvalía**

Para realizar la proyección de la plusvalía se determinó mediante el promedio de la variación anual, que fue 10.27%. Cabe resaltar que para el año 2019, esta cuenta aumenta, debido a que a partir de este año, la empresa empezará nuevamente a realizar fusiones y adquisiciones.

Para las proyecciones del pasivo corriente, se hicieron los siguientes supuestos.

- **Otros pasivos financieros corrientes**

Se usó como proyección la tasa de 21.9% que fue hallada del promedio del ratio de deuda a corto plazo/deuda a largo plazo de los años históricos.

- **Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar**

Se proyectó por la rotación de cuentas por pagar promedio de los años históricos que fue de 106.18 días.

- **Provisión por beneficios a los empleados**

Se proyectó a través del promedio de la variación anual, la tasa de proyección utilizada fue 15.1%.

En el caso de los pasivos no corrientes se tienen los siguientes supuestos.

- **Otros pasivos financieros no corrientes**

Se estimó para cada año una tasa diferente de deuda para poder proyectar los flujos. Se puede observar que a partir del año 2019, el ratio deuda/EBITDA es un poco mayor al de los años anteriores, debido a que a partir de este año la empresa tendrá que endeudarse más para poder realizar sus inversiones. Así, la deuda financiera pasará de S/ 1.4 mil millones en el 2016 a S/ 1.9 mil millones en el 2021.

Tabla 23: Ratio de Deuda/EBITDA

DEUDA/EBITDA				
2017	2018	2019	2020	2021
1.35%	1.40%	1.60%	1.70%	1.75%

Fuente y elaboración: Propia.

- **Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar**

Estas cuentas fueron proyectadas por la rotación de cuentas por pagar que es de 1 día y se debe a que Alicorp y sus subsidiarias mantienen con sus proveedores un programa que a través de las instituciones financieras se pueda realizar el pago de sus cuentas. Por ello los proveedores pueden vender sus cuentas por cobrar dentro de un acuerdo negociado por parte del proveedor y de la institución financiera, y así ellos tengan la capacidad de administrar sus flujos de efectivo de la mejor manera y también la empresa pueda disminuir los costos que conciernen al procesamiento de pagos.

- **Pasivo por impuestos diferidos (10.5%)**

Fue proyectado mediante el promedio de la variación anual, el cual es de 10.5%, esta cuenta corresponde al impuesto a las ganancias diferido que fue hallado de las diferencias temporales de donde Alicorp y sus subsidiarias operan.

A continuación, se muestran los supuestos utilizados para la proyección del patrimonio

- **Capital emitido y acciones de inversión**

El capital emitido y las acciones de inversión se mantienen iguales como en los últimos 5 años.

- **Distribución de dividendos**

Según la política de la empresa para la distribución de dividendos, Alicorp reparte no menos del 10% de sus utilidades.

- **Otras reservas de capital**

Las reservas legales tienen por tasa el 10% según el acuerdo con la Ley General de Sociedades, que es constituido de la transferencia como mínimo del 10% de la utilidad neta de cada ejercicio, después de la deducción respectiva de las pérdidas acumuladas, hasta que se logre obtener la quinta parte del capital.

- **Resultados acumulados**

Representan utilidades que no han sido distribuidas y las pérdidas acumuladas de las cuales los accionistas o participantes no han tomado decisiones aun. Las utilidades no distribuidas son los ingresos de los años anteriores y sus pérdidas acumuladas son las pérdidas y gastos acumulados.

Tabla 24: Estado de Situación Financiera, 2017-2021
(Miles de soles)

CUENTA	2017	2018	2019	2020	2021
Activos					
Activos Corrientes					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	250,161	373,817	514,990	600,073	652,387
Otros Activos Financieros	22,286	23,889	25,610	27,423	29,345
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	1,218,252	1,305,886	1,399,927	1,499,035	1,604,106
Cuentas por cobrar al personal, a los accionistas (socios), directores y gerentes	70,028	78,651	150,603	169,748	190,505
Inventarios	1,018,271	1,091,519	1,170,123	1,252,962	1,340,786
Activos por Impuestos a las Ganancias	39,896	42,766	45,846	49,092	52,533
Otros Activos no Financieros	24,901	26,946	37,159	40,211	43,514
Total Activos Corrientes Distintos de los Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o para Distribuir a los Propietarios	2,643,794	2,943,475	3,344,257	3,638,544	3,913,175
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios	40,505	41,226	46,959	47,795	48,645
Total Activos Corrientes	2,684,300	2,984,700	3,391,217	3,686,339	3,961,820
Activos No Corrientes					
Otros Activos Financieros	320,200	330,984	347,131	406,392	447,336
Inversiones Contabilizadas Aplicando el Método de la Participación	17,480	16,168	17,323	16,023	14,820
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	100,837	93,893	87,247	80,837	74,705
Activos Biológicos	1,100	1,297	1,530	1,805	2,130
Propiedades, Planta y Equipo	1,839,216	1,876,000	1,932,280	1,994,113	2,063,907
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	536,375	590,520	608,235	627,699	649,668
Activos por Impuestos Diferidos	96,634	102,017	117,699	171,825	235,910
Plusvalía	957,164	1,151,374	1,454,559	1,736,127	2,006,423
Total Activos No Corrientes	3,869,005	4,162,252	4,566,004	5,034,822	5,494,900
TOTAL ACTIVOS	6,553,305	7,146,953	7,957,221	8,721,161	9,456,720

Pasivos y Patrimonio					
Pasivos Corrientes					
Otros Pasivos Financieros	259,803	284,626	344,438	387,123	421,439
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	1,580,978	1,694,704	1,816,745	1,945,362	2,081,718
Provisión por Beneficios a los Empleados	148,379	170,732	196,453	226,048	260,101
Otras Provisiones	44,368	58,219	76,394	100,243	131,538
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	20,899	26,406	33,365	42,157	53,267
Total Pasivos Corrientes Distintos de Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	2,054,427	2,234,687	2,467,395	2,700,933	2,948,063
Total Pasivos Corrientes	2,054,427	2,234,687	2,467,395	2,700,933	2,948,063
Pasivos No Corrientes					
Otros Pasivos Financieros	1,186,477	1,299,838	1,572,990	1,767,924	1,924,641
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	14,386	15,421	16,532	17,702	18,943
Otras Cuentas por Pagar	14,386	15,421	16,532	17,702	18,943
Provisión por Beneficios a los Empleados	5,135	5,290	5,449	5,614	5,783
Otras Provisiones	3,096	3,133	3,170	3,208	3,246
Pasivos por Impuestos Diferidos	413,664	456,912	496,681	548,608	605,964
Total Pasivos No Corrientes	1,622,759	1,780,594	2,094,823	2,343,056	2,558,576
Total Pasivos	3,677,186	4,015,281	4,562,218	5,043,989	5,506,639
Patrimonio					
Capital Emitido	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192
Acciones de Inversión	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Otras Reservas de Capital	208,523	250,440	294,151	339,890	388,272
Resultados Acumulados	1,537,122	1,721,556	1,913,885	2,115,136	2,328,016
Otras Reservas de Patrimonio	251,103	277,712	302,141	334,158	342,312
Participaciones no Controladoras	24,792	27,383	30,246	33,409	36,901
Total Patrimonio	2,876,119	3,131,671	3,395,003	3,677,172	3,950,081
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	6,553,304	7,146,952	7,957,221	8,721,161	9,456,720

p: proyectado.

Fuente y elaboración: Propia

3.3.1.2. Costo Promedio Ponderado de Capital

Para traer los flujos proyectados a valor presente, se utilizó un costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) diferente para cada año, debido a que las empresas no mantienen su estructura de capital a lo largo del tiempo y esta va cambiando en función a sus inversiones y necesidades de liquidez. Por lo tanto, para el caso de la empresa Alicorp, se consideraron estructuras de capital y costos de deuda diferentes para todos los años. El WACC fue determinado mediante la siguiente fórmula:

$$WACC = kd * \% D * (1 - t) + ke * \% E$$

Donde:

Kd: costo ponderado de la deuda

Ke: costo de capital del accionista

%D: porcentaje de la deuda

%E: porcentaje de patrimonio

t: tasa de impuestos

Para hallar el costo de capital del accionista, debido a la falta de información de este indicador para el sector alimentario en el Perú, se emplearon datos del mercado de Estados Unidos; sin embargo, estos fueron corregidos añadiendo el riesgo país.

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \theta$$

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo

Rm: Rendimiento del mercado

β : Correlación respecto a la evolución general del mercado

θ : Corrección por riesgo soberano

Los componentes utilizados para determinar tanto el costo de capital como el costo promedio ponderado de capital se hallaron de la siguiente manera:

- Para hallar la tasa libre de riesgo, se utilizó el rendimiento histórico promedio de los bonos del tesoro de Estados Unidos con rendimiento a 10 años, el cual fue 5.18%.
- Para el rendimiento del mercado se consideró el rendimiento promedio del índice S&P 500 de los Estados Unidos del periodo 1928-2016, cuyo valor es 11.42%.
- Para calcular el beta, se hizo la siguiente estimación, se obtuvo el beta desapalancado del sector alimentario de Estados Unidos, el cual es 0.76 , para apalancar la beta se utilizó la siguiente fórmula:

$$\beta L = \beta u + (\beta u - \beta d) * D * (1 - t) / E$$

- Como resultado se obtuvo una beta diferente para cada año, ya que la estructura de capital y la tasa de deuda determinadas para Alicorp no son las mismas para cada periodo. En la tabla 25 se muestran las betas desapalancadas por año.
- A la fórmula de costo de capital de accionistas incorporó el riesgo país, para así poder corregir los

efectos del uso de indicadores de Estados Unidos. El riesgo país utilizado fue el del 5 de mayo del 2017 que fue 1.32%.

Tabla 25: Costo de capital del accionista, 2017-2021

	2017	2018	2019	2020	2021
Beta desapalancada	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76
Beta apalancada	0.94	0.92	0.92	0.93	0.93
Tasa libre de riesgo	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%	5.18%
Rendimiento del mercado	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%	11.42%
Riesgo país	1.32%	1.32%	1.32%	1.32%	1.32%
Costo de capital del accionista	12.4%	12.2%	12.2%	12.3%	12.3%

Fuente y elaboración: Propia.

Una vez determinado el costo de capital, se hallan el resto de componentes para determinar finalmente el costo promedio ponderado de capital (WACC):

- El costo de la deuda se determinó ponderando las tasas de deuda que la empresa mantenía al 31 de diciembre de 2016, entre sus préstamos bancarios y las tasas de interés que paga por sus bonos emitidos, hallando un costo de deuda de 5.6%, el cual se tomó como base para todos los años proyectados. Sin embargo, la tasa de deuda no puede ser igual para todos los años, debido a que la empresa no va a tener siempre la misma capacidad de pago, ni la misma estructura de capital, ya que estas dependen de los planes de inversión que tenga la misma. Por ello, para determinar la capacidad de pago de la empresa para cada uno de los años proyectados, se estimó el ratio cobertura operativa, que se halló dividiendo la utilidad operativa entre los gastos financieros. Mediante este ratio, las empresas calificadoras de

riesgo determinan un rating de clasificaciones y el adicional de costo de deuda (spread) que deben asumir las empresas según su clasificación. (Ver tabla 26)

Tabla 26: Ratings, spreads y ratio de cobertura de intereses

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
>	≤ to	Rating is	Spread is
8.5	100000	Aaa/AAA	0.60%
6.5	8.50	Aa2/AA	0.80%
5.5	6.50	A1/A+	1.00%
4.25	5.50	A2/A	1.10%
3	4.25	A3/A-	1.25%
2.5	3.00	Baa2/BBB	1.60%
2.25	2.50	Ba1/BB+	2.50%
2	2.25	Ba2/BB	3.00%
1.75	2.00	B1/B+	3.75%
1.5	1.75	B2/B	4.50%
1.25	1.50	B3/B-	5.50%
0.8	1.25	Caa/CCC	6.50%
0.65	0.80	Ca2/CC	8.00%
0.2	0.65	C2/C	10.50%
-100000	0.199999	D2/D	14.00%

Fuente: Damodaran (2017). Extraído el 30 de abril de 2017 de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Elaboración: Propia.

Alicorp, entre los años 2017 y 2021, tendrá un ratio de cobertura operativa entre 6.97 y 5.74, considerando que los dos primeros años proyectados, la empresa tenderá a disminuir su deuda, y a partir del 2019 aumentará esta para poder realizar mayores inversiones. Así para los dos primeros años, Alicorp tendrá una calificación de Aa2/AA y para los tres últimos, A1/A+. Lo que hará que su tasa de deuda base (5.6%) aumente en 0.8% para los dos primeros años y 1.0% para los últimos tres. De esa manera, la tasa

de deuda de la empresa fluctuará entre 6.4% y 6.6%.

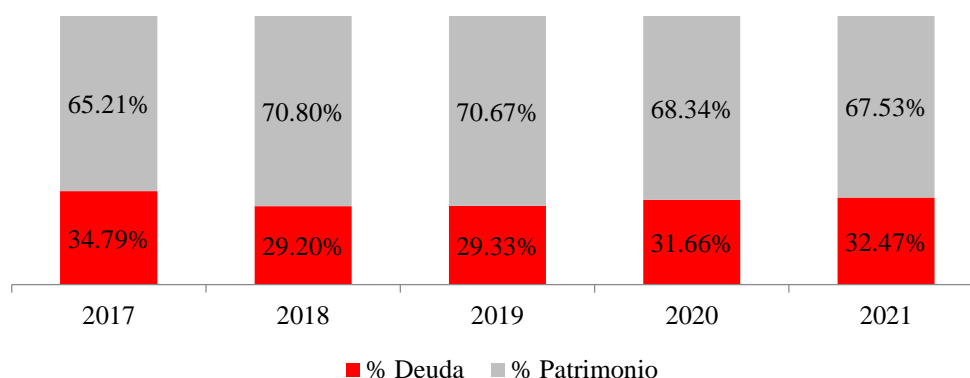
Tabla 27: Tasa de deuda, 2017-2021

	2017	2018	2019	2020	2021
Ratio de cobertura operativa	6.97	7.26	6.40	5.87	5.74
Tasa de deuda	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%
Spread	0.80%	0.80%	1.00%	1.00%	1.00%
Tasa de deuda + spread	6.40%	6.40%	6.60%	6.60%	6.60%

Fuente y elaboración: Propia.

- Para determinar la estructura de capital, se estimó el porcentaje de deuda que la empresa deberá tomar en los próximos cinco años. Esta fue calculada en base a los planes de inversión que tiene la empresa; es por ello que la estructura de capital es diferente para todos los años, puesto que no se piensan hacer la misma cantidad de inversiones en cada uno de ellos. Así se puede observar en el gráfico inferior que la empresa va a disminuir su deuda hacia el año 2018, ya que aún se encuentra reestructurándola para poder tener una mejor salud financiera. Y recién en el 2019, pretende empezar nuevamente a realizar inversiones, pero de manera cautelosa, para no sobre endeudarse al nivel del año 2014. Para los siguientes años, 2020 y 2021, la empresa adquiere un poco más de deuda para poder cumplir con su plan de expansión, realizando nuevas adquisiciones.

Figura 72: Estructura de capital, 2017-2021



Fuente y elaboración: Propia.

- La tasa de impuestos se calculó en base al promedio ponderado de impuesto a la renta de cada país donde opera Alicorp. Para dicho cálculo, se tomó en cuenta en que países es donde la empresa percibe mayores utilidades y por lo tanto debe pagar mayor impuesto a la renta. Perú, es el país en el cual percibe el 83.9% de sus utilidades operativas, le siguen Ecuador (10.9%), Uruguay (5.6%), Chile (4.8%), Brasil (2.6%), Argentina (0.6%) y otros países (5.6%). En el cuadro inferior, se puede observar el impuesto a la renta que por ley se debe pagar a partir de los años 2017 y 2018, en cada país, obteniendo como promedio ponderado tasas de impuesto a la renta de 32.43% para el año 2017 y 32.36% para el 2018.

Tabla 28: Tasa de Impuesto a la Renta por países, 2017-2018

	2017	2018
Perú	29.50%	29.50%
Brasil	34.00%	34.00%
Argentina	35.00%	35.00%
Ecuador	22.00%	22.00%
Colombia	34.00%	33.00%
Chile	25.50%	27.00%
España	25.00%	25.00%
Honduras	25.00%	25.00%
Guatemala	25.00%	25.00%
Uruguay	25.00%	25.00%
Promedio ponderado	32.43%	32.36%

Fuente: Alicorp (2016). Memoria Anual. Extraído el 28 de abril del 2017.

Elaboración: Propia.

Finalmente, después de haber realizado todos los cálculos anteriores, se obtuvo un costo promedio ponderado de capital (WACC) diferente para cada uno de los años proyectado, los cuales se pueden observar en el cuadro inferior.

Tabla 29: WACC, 2017-2021

	2017	2018	2019	2020	2021
Costo de la deuda	6.85%	6.40%	6.40%	6.60%	6.60%
% Deuda	34.79%	29.20%	29.33%	31.66%	32.47%
Impuesto a la renta	32.36%	32.43%	32.43%	32.43%	32.43%
Costo de capital del accionista	12.35%	12.23%	12.23%	12.28%	12.32%
% Patrimonio	65.21%	70.80%	70.67%	68.34%	67.53%
WACC	9.67%	9.92%	9.91%	9.81%	9.77%

Fuente y elaboración: Propia.

3.3.1.3. Flujo de Caja Descontado

Alicorp, en el año 2012, valía S/ 6.5 mil millones y tenía la meta de triplicar su valor empresarial al año 2021, el

cual debía ascender a S/ 19.6 mil millones. Sin embargo, según las proyecciones realizadas en la presente tesis, la empresa no logrará cumplir dicha meta, debido especialmente a los problemas financieros que tuvo en los años 2014 y 2015, a causa de su sobreendeudamiento. Para calcular los flujos de caja de la empresa para el periodo 2017-2021, tuvieron que proyectarse tanto el Estado de Resultados como el Estado de Situación Financiera, explicados previamente.

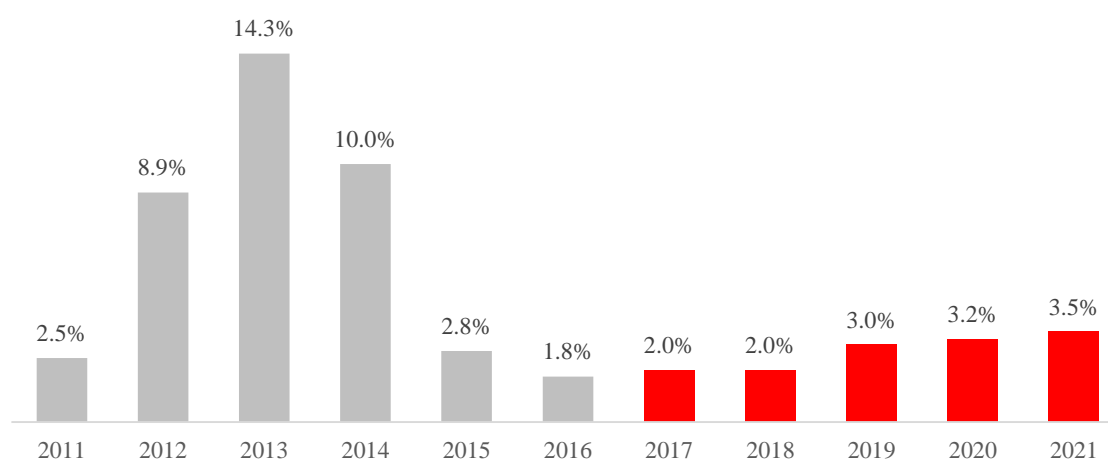
El presupuesto que la empresa destinará para realizar sus inversiones (CAPEX) en el año 2017 y 2018, será el 2% de sus ventas, debido a que en esos años lo único en lo que invertirá la empresa será en reemplazar y adicionar maquinaria, equipo y activos intangibles, además de invertir en innovación y desarrollo para el lanzamiento de nuevos productos. Cabe resaltar que la empresa para todos los años proyectados realizará las inversiones anteriormente mencionadas, para así poder estar siempre a la vanguardia.

A partir del año 2019, este ratio crecerá a 3.0% puesto que al tener una mejor salud financiera, Alicorp podrá salir nuevamente al mercado para realizar fusiones y adquisiciones de empresas relacionadas al sector en el que opera. Para este año, la empresa buscará entrar al mercado de consumo masivo de Ecuador por medio de la compra de empresas, ya que actualmente solo se encuentra presente en este país a través de su negocio de acuicultura. Por otro lado, la empresa construirá una planta en Bolivia, puesto que consideran que es un mercado bastante atractivo y donde podrían tener una alta demanda de sus productos de consumo masivo.

En los años 2020 y 2021, la empresa seguirá con la visión de entrar a nuevos mercados a través de un plan de

fusiones y adquisiciones ligeramente más agresivo, pero sin llegar a los niveles en los que estuvo entre los años 2012 y 2014. En su mira estará el adquirir empresas en Argentina, Brasil, Colombia y Perú para seguir ampliando su negocio en sus tres líneas. (Consumo masivo, B2B y acuicultura).

Figura 73: Ratio de CAPEX, 2011-2021



Fuente: Alicorp (2016). Estados Financieros. Extraído el 03 de mayo del 2017.

Elaboración: Propia.

Otro de los componentes en el flujo de caja es la depreciación y la amortización, la cual fue calculada en base al activo fijo e intangible que actualmente posee la empresa y las adiciones que realizara durante el periodo proyectado.

Posteriormente, se determinó el capital de trabajo que la empresa necesitará para los años proyectados. Este fue hallado a través del ciclo de conversión de efectivo de las cuentas por cobrar, por pagar e inventarios de los años 2017 al 2021, luego se procedió a determinar la variación del capital de trabajo que se muestra en el cuadro inferior y es el que finalmente se colocó en el flujo de caja descontado.

Tabla 30: Capital de Trabajo, 2017-2021

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cuentas por cobrar	1,069,117	1,218,252	1,305,886	1,399,927	1,499,035	1,604,106
Inventarios	779,036	1,018,271	1,091,519	1,170,123	1,252,962	1,340,786
Cuentas por pagar	1,351,933	1,580,978	1,694,704	1,816,745	1,945,362	2,081,718
Capital de Trabajo	496,220	655,545	702,701	753,304	806,635	863,174
Δ Capital de Trabajo		159,325	47,156	50,604	53,330	56,539

Fuente y elaboración: Propia.

Para proyectar los flujos de la empresa de los años posteriores al 2021 se calculó una tasa de perpetuidad, la cual fue hallada mediante la siguiente formula:

$$g = ROE (1 - Payout Ratio)$$

Donde:

 g : Tasa de perpetuidad

ROE: Utilidad neta/Patrimonio

Payout Ratio: Dividendos repartidos/Utilidad neta

La tasa de perpetuidad que se utilizó corresponde al promedio de las tasas G de los años históricos, la cual fue de 6.6%, con ella se hallaron los flujos perpetuos de la empresa, que ascienden a S/ 12.9 mil millones.

Tabla 31: Tasa de perpetuidad

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dividendos	-145,279	-162,370	-102,550	-102,550	0	-46,206
Utilidad Neta	330,671	351,390	318,684	12,035	157,473	302,139
ROE	17.1%	16.7%	14.6%	0.6%	7.1%	11.7%
Payout	43.9%	46.2%	32.2%	852.1%	0.0%	15.3%
Tasa G	9.6%	9.0%	9.9%	-4.3%	7.1%	9.9%
Tasa G promedio	6.6%					

Fuente: Alicorp (2016). Estados Financieros. Extraído el 03 de mayo del 2017.

Elaboración: Propia.

Posteriormente, se hallaron los flujos de caja futuro para los años 2017 al 2021, estos fueron traídos a valor presente con el costo promedio ponderado de capital

(WACC), calculado para cada año. Así finalmente se determinó el valor empresarial de Alicorp, el cual es S/ 9.9 mil millones, sin embargo a este valor se le sumo el efectivo y equivalente de efectivo y se le resto la deuda financiera que la empresa poseía al cierre del ejercicio 2016, para poder hallar el valor equity.

$$\text{Valor equity} = \text{Valor empresarial} - \text{Deuda} + \text{Efectivo}$$

Como resultado se obtuvo un valor equity de S/ 8.8 mil millones (valor 33.8% por encima del valor empresarial de Alicorp en el año 2012), monto que al dividirlo entre el número de acciones que tiene la empresa (847,191, 731), se determinó un precio de acción de S/ 10.35, el cual se encuentra 33% por encima del precio de mercado de S/ 7.77, al cierre del 24 de mayo del 2017. De acuerdo con la sociedad agente de bolsa Kallpa Securities, cuando el precio de la acción tiene un potencial de apreciación por encima del 30%, la recomendación es comprar, por lo tanto, en la presente tesis, se recomienda comprar las acciones de Alicorp S.A.

Tabla 32: Flujo de Caja Descontado, 2017-2021
(Miles de soles)

	2017	2018	2019	2020	2021	Perpetuidad
Ventas	7,442,767	7,978,157	8,552,690	9,158,179	9,800,101	
Costo de Ventas	-5,360,039	-5,745,609	-6,159,369	-6,595,422	-7,057,713	
Margen Bruto	2,082,729	2,232,548	2,393,321	2,562,757	2,742,387	
Gastos de Ventas y Distribución	-933,864	-1,001,040	-1,073,128	-1,149,101	-1,229,644	
Gastos de Administración	-442,158	-477,811	-516,338	-557,972	-602,963	
Otros Ingresos Operativos	24,622	26,393	28,293	30,296	32,420	
Otros Gastos Operativos	-33,583	-35,998	-38,591	-41,323	-44,219	
Otras Ganancias (Pérdidas)	-7,398	-7,930	-8,502	-9,103	-9,741	
EBIT	690,348	736,161	785,056	835,554	888,239	
Impuesto a la Renta	-223,362	-238,711	-254,566	-270,941	-288,025	
NOPAT	466,985	497,450	530,489	564,613	600,214	
(+) Depreciación y Amortización	188,524	192,294	198,063	204,401	211,555	
(-) CAPEX e Intangibles	-148,855	-159,563	-256,581	-293,062	-343,004	
(-) Δ Capital de Trabajo	-159,325	-47,156	-50,604	-53,330	-56,539	
FCF	347,329	483,025	421,368	422,622	412,227	12,960,988
WACC	9.67%	9.92%	9.91%	9.81%	9.77%	9.77%
FCF actualizados	347,329	439,444	348,799	319,211	283,932	8,132,731
Valor empresarial	9,871,447					
Efectivo y equivalente de efectivo 2016	273,483					
Deuda financiera 2016	1,375,824					
Valor equity	8,769,106					
N° de acciones (En miles)	847,192					
Precio de la acción	10.35	A 12 meses	11.35			

Fuente y elaboración: Propia

3.3.2. Valoración a través de Múltiplos EBITDA

Este es el múltiplo más utilizado a la hora de valorar empresas, por lo que se ha considerado tomarlo en cuenta para valorar Alicorp. Para calcularlo, primero se obtuvieron los múltiplos EBITDA de las empresas comparables más importantes dentro del sector alimentario en Latinoamérica y el mundo, obteniéndose un múltiplo EBITDA promedio del sector de 12.6x.

Tabla 33: Múltiplos EBITDA de empresas comparables, 2017

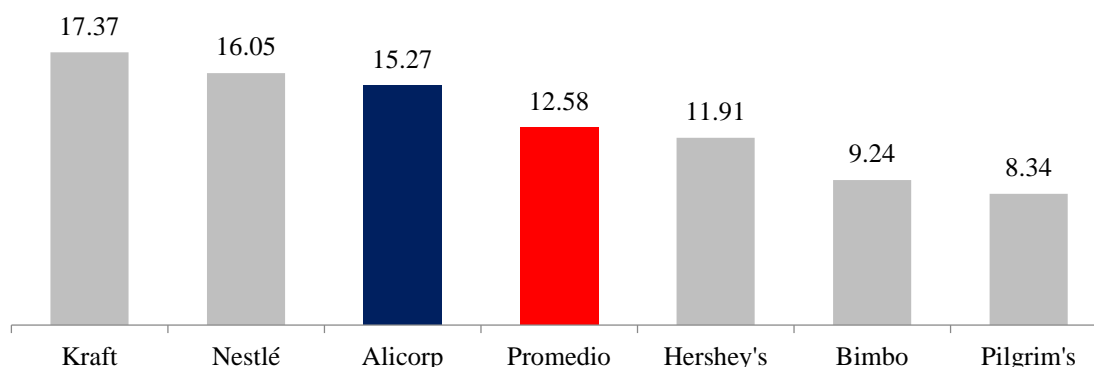
Empresa	Capitalización bursátil	EBITDA	Deuda Neta	Múltiplo EBITDA
Kraft	113,227,000,000	8,400,000,000	32,680,000,000	17.37
Hershey's	17,650,000,000	1,720,000,000	2,840,000,000	11.91
Pilgrim's	5,850,000,000	862,840,000	1,350,000,000	8.34
Bimbo	210,790,000,000	31,470,000,000	79,960,000,000	9.24
Nestlé	255,750,000,000	17,450,000,000	24,250,000,000	16.05
Promedio				12.58

Fuente: Yahoo Finance. (2017). Extraído el 28 de mayo de 2017 de <https://finance.yahoo.com/>.

Elaboración: Propia.

Luego, se procedió a calcular el múltiplo EBITDA de Alicorp y comprobar si se encontraba dentro del rango de múltiplos EBITDA de las empresas comparables. Para calcular el múltiplo EBITDA de Alicorp se dividió el valor empresarial (S/ 9.9 mil millones) hallado mediante los flujos de caja descontados entre el promedio de los EBITDA de la empresa de los años 2011-2016 (S/ 646 millones). Obteniendo para la empresa Alicorp un múltiplo EBITDA de 15.3x, el cual se encuentra dentro del rango de las empresas comparables y por encima del promedio del sector alimentario.

Figura 74: Múltiplos EBITDA de Alicorp y empresas comparables, 2017



Fuente: Yahoo Finance. (2017). Extraído el 28 de mayo de 2017 de <https://finance.yahoo.com/>.
Elaboración: Propia.

Finalmente, para hallar el valor de Alicorp mediante la metodología de múltiplo EBITDA, se multiplicaron los EBITDA de los últimos seis años (2011-2016) por el múltiplo EBITDA de la empresa (15.3x) y se le restaron la deuda neta correspondiente a cada año para poder determinar el valor *equity* de la empresa. El valor *equity* promedio de los seis años es S/ 8.8 mil millones.

Tabla 34: Valor de Alicorp, mediante Múltiplos EBITDA

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
EBITDA	561,755	560,512	738,906	484,028	727,224	805,722	646,358
Deuda neta	332,455	251,597	1,671,410	1,715,261	1,453,348	1,102,341	
15.3 x EBITDA	8,579,358	8,560,374	11,284,882	7,392,278	11,106,469	12,305,324	
15.3 X EBITDA - Deuda	8,246,903	8,308,777	9,613,472	5,677,017	9,653,121	11,202,983	8,783,712

Fuente: Yahoo Finance. (2017). Extraído el 28 de mayo de 2017 de <https://finance.yahoo.com/>.
Elaboración: Propia.

3.3.3. Estrategias financieras

En base al análisis FODA que se hizo previamente en el capítulo II, se han elaborado las estrategias financieras que Alicorp implementará para el periodo 2017- 2021, principalmente las estrategias de desarrollo de mercado y desarrollo de producto.

3.3.3.1. Crecimiento de ingresos

En el periodo 2017-2021, las ventas de la empresa crecerán a un promedio anual de 7.2%. Para ello, Alicorp desarrollará estrategias de inversión (mencionadas a detalle en el siguiente punto), entre las que se encuentran crecer en el segmento de consumo masivo en la región Andina, para lo cual tendrán que ingresar al mercado ecuatoriano y boliviano. Asimismo deberán expandir sus operaciones dentro del territorio brasileño hasta llegar a la ciudad de Río de Janeiro.

Otra forma de continuar con el crecimiento de sus ventas será a través de la innovación y desarrollo, dando mayor valor agregado a sus productos.

3.3.3.2. Inversiones

Como se explicó anteriormente en los años 2017 y 2018, la empresa solo realizará inversiones en propiedad, maquinaria y equipo, intangibles e innovación y desarrollo. En estos años, Alicorp desarrollara entre 20 y 30 nuevos productos dentro de sus 18 categorías para lo cual tendrá que invertir en nuevas tecnologías; así mismo, necesitará renovar y comprar nueva máquina y equipo para poder producir sus nuevas líneas de productos.

En el año 2019, la empresa empezará nuevamente a realizar fusiones y adquisiciones con otras empresas que se encuentren dentro del sector, en los países donde desea incursionar. Ecuador y Bolivia son los países que se encuentran en la mira de Alicorp, debido a que tienen un mercado de consumo masivo interesante y destaca la importancia del canal tradicional versus el moderno, además cuentan con buenos sistemas de distribución.

Para el año 2020 la empresa buscara consolidarse en los mercados de Argentina y Brasil, en donde ya cuenta con operaciones. En el caso de Brasil lo que buscara la empresa será expandirse geográficamente más allá de Minas Gerais, por lo que realizara la compra de empresas ya establecidas en las ciudades a las que piensa ingresar. En el caso de Argentina se planea ampliar el portafolio de productos e incentivar al consumo.

En el año 2021, la empresa planea entrar al mercado Colombiano a través de fusiones y adquisiciones, ya que en este país la empresa no realiza operaciones, por lo que para entrar deberá tener una marca ya consolidada y una cuota de mercado establecida. Y para el caso de Perú, su estrategia será adquirir empresas y marcas reconocidas en el mercado.

Tabla 35: Estrategias de inversiones, 2017-2021
(Miles de soles)

Proyectos	2017	2018	2019	2020	2021
Planta Bolivia			71,500		
Innovación y Desarrollo	18,355	20,363	13,951	12,532	14,966
Fusiones y adquisiciones Ecuador			135,000		
Fusiones y adquisiciones Argentina				125,000	
Fusiones y adquisiciones Brasil				118,350	
Fusiones y adquisiciones Perú					169,885
Fusiones y adquisiciones Colombia					120,013
Propiedad, maquinaria y Equipo	130,300	138,800	60,450	58,680	58,560
Intangibles	200	400	480	300	380
Ventas de activos			24,800	21,800	20,800
TOTAL CAPEX	148,855	159,563	256,581	293,062	343,004

Fuente y elaboración: Propia

3.3.3.3. Gestión estratégica de costos

Los costos de ventas de la empresa representarán en promedio el 72% de las ventas, en el periodo 2017-2021.

Es muy importante que esta proporción se mantenga, ya que de lo contrario se vería afectada su utilidad bruta. Para lograr ello, la empresa debe mantener su alto poder negociación con sus proveedores, comprando grandes cantidades de materias primas, compras que aumentarán al adquirir nuevas empresas.

Por otro lado, es importante que se mantenga una buena política de compra de commodities y la empresa se cubra ante posibles cambios bruscos de los precios de estos; para ello la empresa ha creado una vicepresidencia de commodities, la cual debe estar siempre controlando las operaciones de cobertura de materia primas y así evitar las posibles pérdidas por la volatilidad de precios del mercado.

3.3.3.4. Estructura financiera

Como se explicó líneas arriba, la tendencia de la estructura de capital de la empresa será que se mantenga una mayor proporción de patrimonio (68.5% en promedio) que de deuda (31.5% en promedio). Ello debido a que los resultados acumulados de la empresa representarán en promedio el 42% de toda la estructura de capital. Por lo que la empresa tendrá una estrategia de menor exposición al riesgo financiero, tomando la decisión de apalancarse en menor proporción, especialmente en los años 2017 y 2018, en los cuales solo crecerá orgánicamente. Otra de las razones por la que la empresa ha decidido endeudarse menos es para no bajar su calificación de riesgos, lo que le permitirá ser vista como una empresa saludable financieramente ante los inversionistas.

3.3.4. Análisis de Sensibilidad

Se han efectuado dos análisis de sensibilidad, mediante el método Montecarlo, los cuales permitieron realizar simulaciones en base a los factores más influyentes para la valorización de la empresa, a través de 100,000 pruebas realizadas con el programa Crystall Ball.

Para el primer análisis de sensibilidad se tomaron en conjunto los tres factores más influyentes para Alicorp y en general para las empresas del sector alimentario, los cuales son:

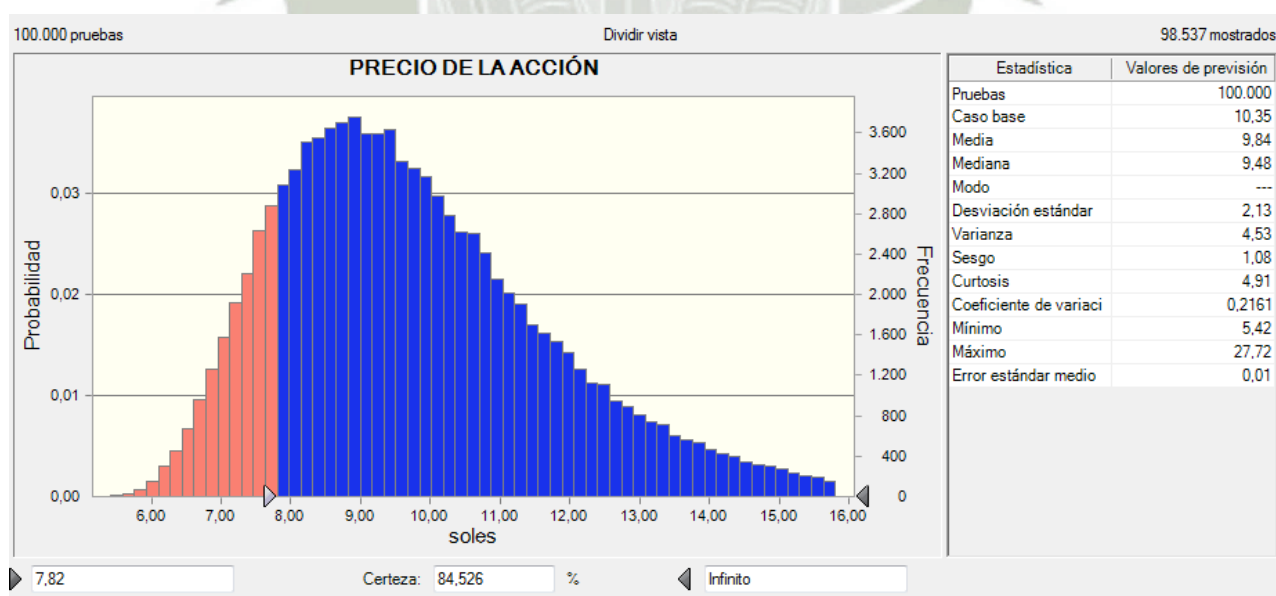
- Deuda/EBITDA de cada uno de los años proyectados: La simulación de este factor se realizó mediante la distribución Beta PERT, debido a que no se cuenta con mucha información histórica pero permite saber los valores máximos más probables y mínimos,
- Nivel de ventas para cada uno de los años proyectados: La simulación de este factor se realizó mediante la distribución Beta PERT, según la aclaración anterior.
- Costo de ventas para cada uno de los años proyectados: La simulación de este factor se realizó mediante una distribución normal, al contarse con un gran rango de datos históricos.

El segundo análisis de sensibilidad, se realizó solo en base al factor Deuda/EBITDA, que es el que influye directamente en la estructura de capital de Alicorp y en general de cualquier empresa. Al influir en la estructura de capital, también impacta en el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), haciendo cambiar el valor de la empresa y por ende el precio de la acción.

3.3.4.1. Primer análisis de sensibilidad

Como se indicó anteriormente, a través del método Montecarlo se realizó la simulación en base a los tres factores más significativos en el precio de la acción (deuda/EBITDA, ventas y costo de ventas). El programa determinó que existe un 84.5% de certeza que el precio de la acción estará por encima de S/ 7.82, que fue el precio cotizado al cierre del 30 de mayo de 2017, lo cual hace atractiva la acción de Alicorp para los inversionistas. También, se pudo determinar los valores máximo (S/ 27.72) y mínimo (S/ 5.42) a los que podría llegar el precio de la acción; sin embargo, la probabilidad de que el precio de la acción pueda estar por encima del valor máximo es prácticamente nula. Por otro lado, la certeza de que el precio se encuentre por encima de S/ 10.35 (precio obtenido en la valorización a través de método de flujo de caja descontado) es de 34.1%.

Figura 75: Primer análisis: análisis de sensibilidad del precio de la acción

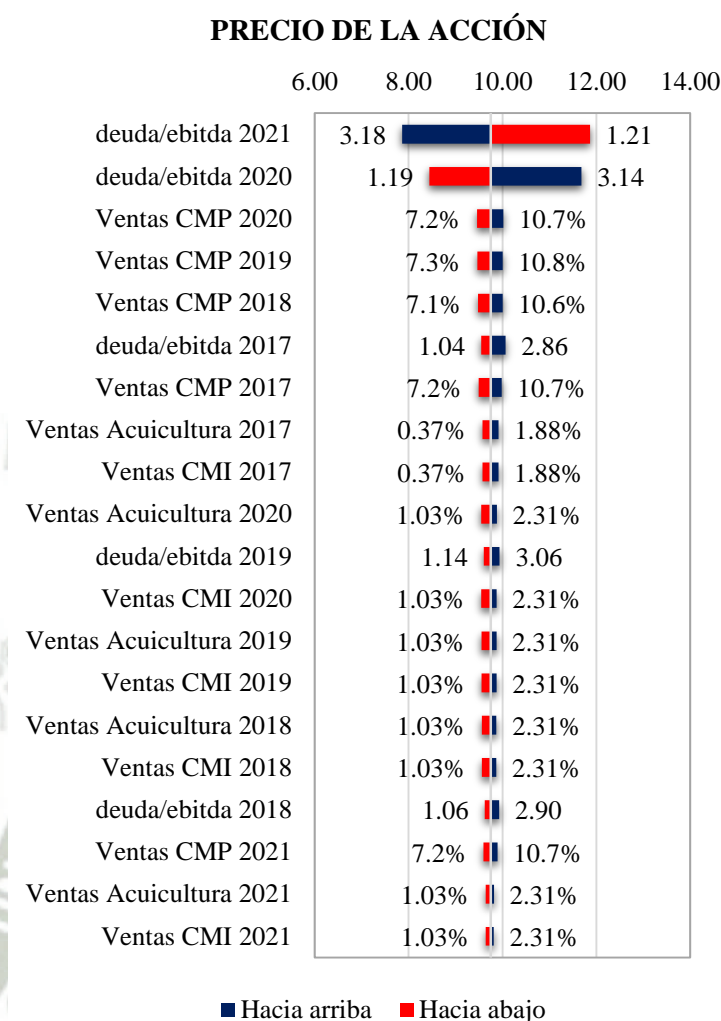


Fuente y elaboración: Propia.

Mediante este programa, también se realizó un análisis tornado, el cual permitió determinar los factores de riesgo que mayor influencia tienen sobre el precio de la acción. Vale aclarar que esta herramienta toma cada factor de manera independiente a los demás, es decir, analiza una variable considerando el resto de variables en sus valores base, de esta manera solo mide el efecto de cada variable por separado en el precio objetivo.

Así las variables más influyentes en primer y segundo lugar son la deuda/EBITDA de los años 2021 y 2020, respectivamente; es decir que el precio de la acción es altamente sensible ante cualquier movimiento o cambio de estas variables, especialmente al de la deuda/EBITDA del año 2021, con la cual el precio de la acción mantiene una relación inversa, debido a los efectos de la perpetuidad, ya que estos son actualizados con la WACC del año 2021, que está directamente influenciada por la deuda/EBITDA de ese año, que define su estructura de capital. La relación inversa se puede ver en el gráfico inferior, cuando la deuda/EBITDA del año 2021 es 3.18x el precio de la acción cae aproximadamente a S/ 8.00, mientras si el ratio deuda/EBITDA es 1.21x, el precio de la acción llega a S/12.00.

El resto de variables tiene un impacto mínimo en la variación del precio de la acción.

Figura 76: Primer análisis: Análisis tornado


Por otro lado, se realizó un análisis de escenarios, que a diferencia del análisis tornado mide el impacto de las variables combinadas en el precio de la acción. La simulación realizada se hizo en función a 100,000 pruebas, en base a las cuales se identificaron los escenarios mínimos, medio y máximo. En la tabla inferior, se muestran las combinaciones de las variables, que dieron como resultado el precio mínimo de la acción (S/ 5.32), el precio medio (S/ 9.83) y el precio máximo (S/ 27.25).

Las variables utilizadas en el análisis fueron las siguientes:

- Costo de ventas
- Deuda/EBITDA 2017,2018,2019,2020 y 2021

- Ventas CMP 2017,2018,2019,2020 y 2021
- Ventas B2B 2017,2018,2019,2020 y 2021
- Ventas Acuicultura 2017,2018,2019,2020 y 2021
- Ventas CMI 2017,2018,2019,2020 y 2021
- Otras ventas



Tabla 36: Primer análisis: análisis de escenarios

	Precio	Costo de ventas	deuda/ebitda 2017	deuda/ebitda 2018	deuda/ebitda 2019	deuda/ebitda 2020	deuda/ebitda 2021	Otras Ventas	Ventas Acuicultura 2017	Ventas Acuicultura 2018	Ventas Acuicultura 2019	Ventas Acuicultura 2020	Ventas Acuicultura 2021	Ventas B2B 2017
Min	5.32	72.2%	2.01	2.01	1.84	1.47	4.58	42.96%	0.95%	1.10%	1.48%	0.63%	1.05%	2.75%
Medio	9.83	71.9%	1.62	1.23	4.29	1.91	1.83	43.51%	1.29%	1.80%	1.19%	2.00%	2.18%	3.55%
Max	27.25	71.6%	1.62	2.42	1.63	3.99	0.86	24.77%	1.25%	2.40%	2.23%	2.13%	1.49%	3.37%

	Precio	Ventas B2B 2018	Ventas B2B 2019	Ventas B2B 2020	Ventas B2B 2021	Ventas CMI 2017	Ventas CMI 2018	Ventas CMI 2019	Ventas CMI 2020	Ventas CMI 2021	Ventas CMP 2017	Ventas CMP 2018	Ventas CMP 2019	Ventas CMP 2020	Ventas CMP 2021
Min	5.32	4.11%	3.59%	3.26%	3.44%	0.22%	2.34%	2.20%	0.11%	0.55%	8.48%	7.44%	6.30%	8.45%	9.57%
Medio	9.83	4.36%	4.00%	4.18%	4.23%	1.72%	1.98%	1.10%	1.07%	1.50%	10.48%	7.82%	7.17%	9.98%	8.49%
Max	27.25	3.55%	4.32%	4.31%	4.01%	0.56%	2.31%	2.07%	1.37%	2.29%	11.03%	10.29%	9.76%	10.13%	10.96%

Fuente y elaboración: Propia

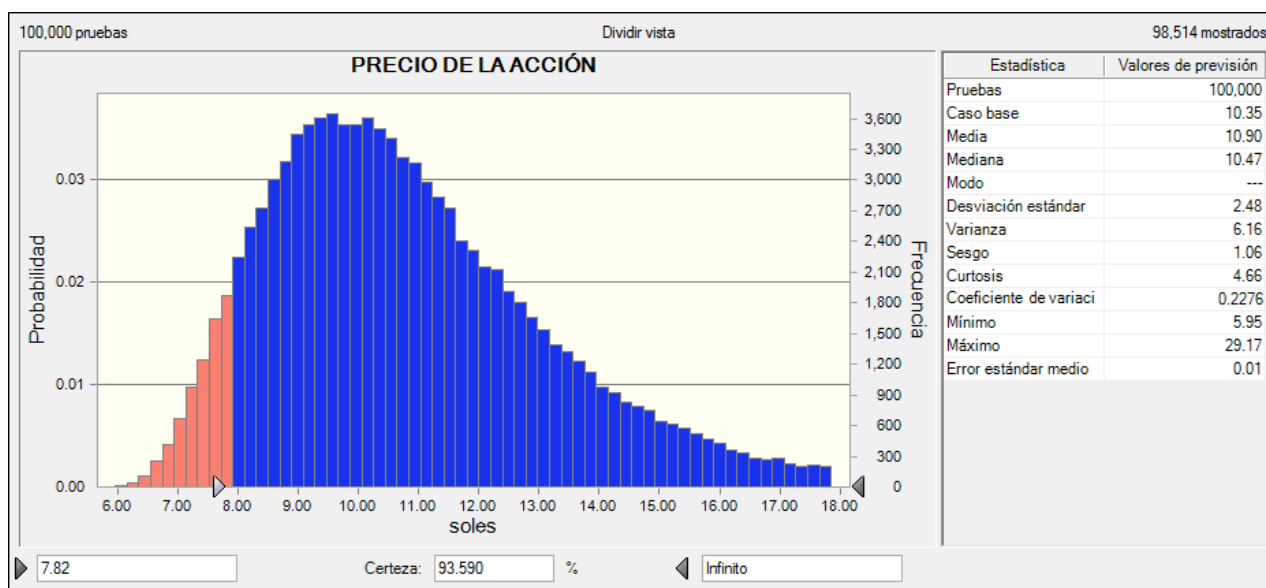
3.3.4.2. Segundo análisis de sensibilidad

Este segundo análisis de sensibilidad es el más importante en la presente tesis, pues es a través del cual se demuestra la hipótesis planteada en el plan de tesis, la cual era que al optimizar la estructura de capital de una empresa se podría obtener el valor empresarial máximo de la misma.

Es importante resaltar que este análisis se hizo considerando que las demás variables permanecen estáticas y la única que varía es el ratio deuda/EBITDA que es el que influye directamente en la estructura de capital y por ende en el costo promedio ponderado de capital (WACC), haciendo variar el valor empresarial y en consecuencia el precio de la acción.

El programa Crystal Ball, mediante 100,000 simulaciones determinó que existe un 93.5% de certeza que el precio de la acción estará por encima de S/ 7.82, que fue el precio cotizado al cierre del 30 de mayo de 2017. También, se pudo determinar los valores máximo (S/ 29.27) y mínimo (S/ 5.95) a los que podría llegar el precio de la acción. Por otro lado, la certeza de que el precio se encuentre por encima de S/ 10.35 (precio obtenido en la valorización a través de método de flujo de caja descontado) es de 52.16%. Por ello, la acción de la empresa Alicorp resulta ser atractiva para los inversionistas por sus buenas perspectivas de crecimiento.

Figura 77: Segundo análisis: análisis de sensibilidad del precio de la acción

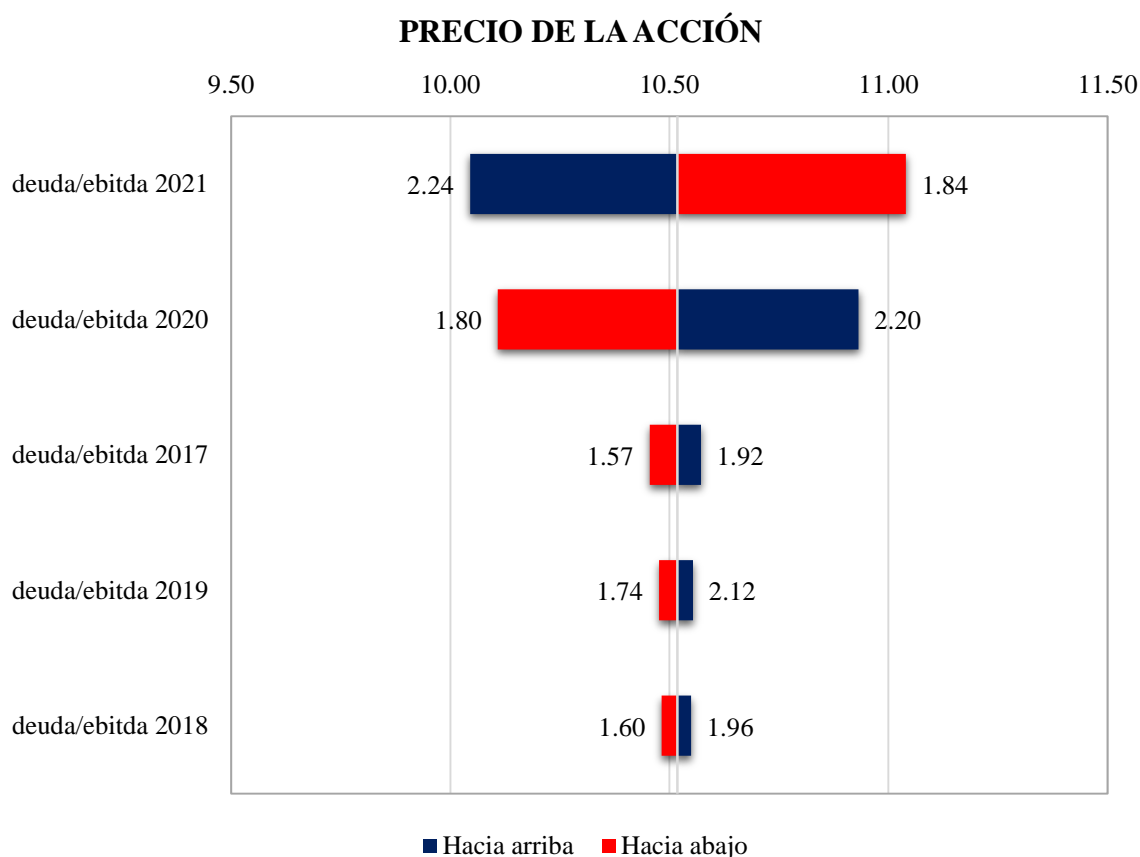


Fuente y elaboración: Propia

También se realizó el análisis tornado, que identificó los factores de riesgo que influyen en mayor proporción en el precio de la acción, en este caso fueron la deuda/EBITDA del año 2021 y del 2020, según el orden de influencia.

Como se puede ver en la figura inferior, la variable deuda/EBITDA 2021 tiene una relación inversa con el precio de la acción, debido nuevamente al efecto de la perpetuidad explicado en el análisis anterior, así cuando la deuda es 2.24x el EBITDA, el precio de la acción cae aproximadamente a S/ 10.00, mientras que con un deuda/EBITDA de 1.84x el precio de la acción es aproximadamente S/ 11.00.

De acuerdo al análisis, las demás variables tienen un impacto menor en la variación del precio de la acción.

Figura 78: Segundo análisis: Análisis tornado

Fuente y elaboración: Propia

Para complementar el análisis tornado, se hizo un análisis de escenarios en base a 100,000 simulaciones, el cual toma en cuenta la influencia de todos los factores combinados en el precio de la acción.

De esa manera, se obtuvieron los valores máximo (S/ 33.50), medio (S/ 10.89) y mínimo (S/ 5.95) que puede alcanzar el precio de la acción mediante la combinación de deuda/EBITDA de todos los años.

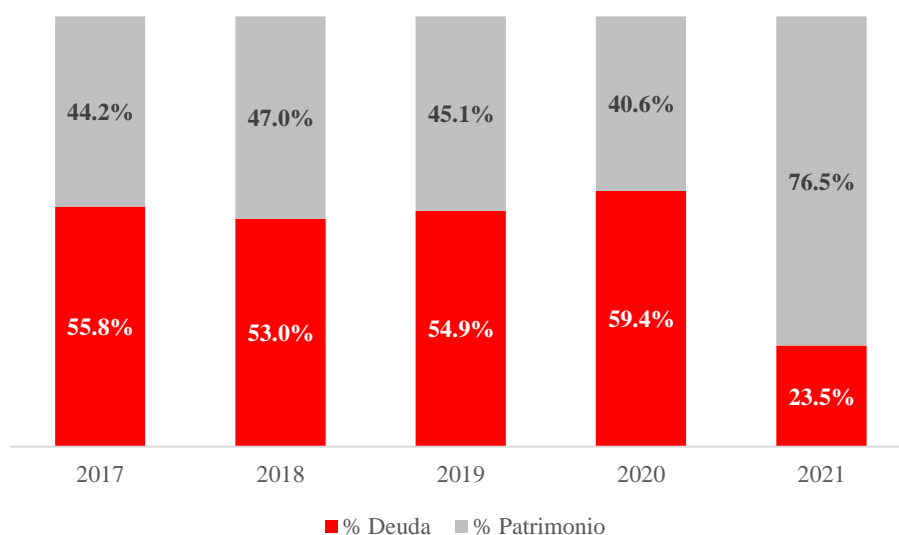
En la tabla inferior, se muestran las combinaciones de las variables empleadas en el análisis

Tabla 37: Segundo análisis: análisis de escenarios

	Precio de la acción	Deuda/EBITDA 2017	Deuda/EBITDA 2018	Deuda/EBITDA 2019	Deuda/EBITDA 2020	Deuda/EBITDA 2021
Mínimo	5.95	1.22	1.44	1.57	1.25	4.83
Medio	10.89	2.70	1.62	3.29	1.05	1.25
Máximo	33.50	3.70	3.35	3.65	4.43	0.93

Fuente y elaboración: Propia

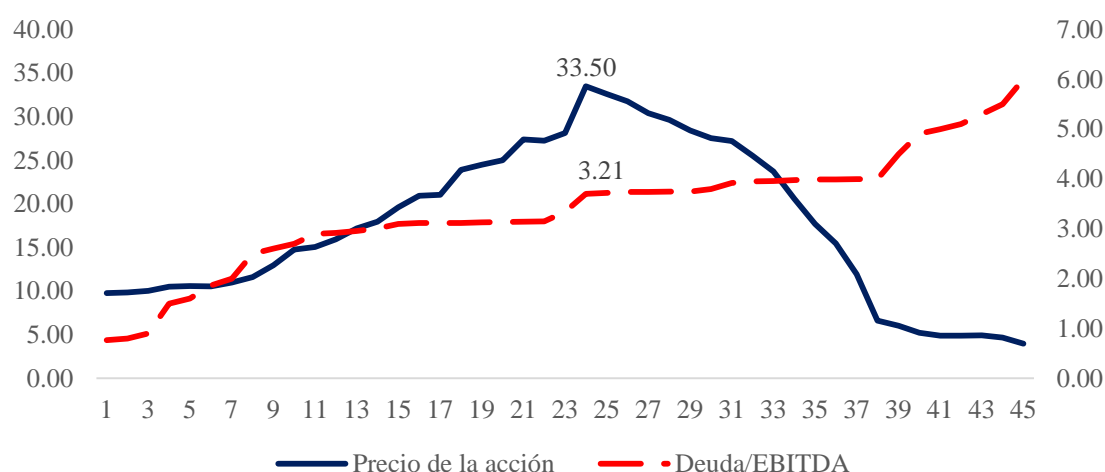
En la figura 79, se muestra la combinación óptima de deuda y capital, que maximiza el precio de la acción de Alicorp a S/ 33.50. Así se puede observar que para los cuatro primeros años de proyección, la empresa tendrá una mayor proporción de deuda que de patrimonio; no obstante, para el año 2021, este escenario cambia, debido a la relación inversa existente, en este año, entre el nivel de deuda y el precio de la acción.

Figura 79: Estructura de capital óptima, 2017-2021


Fuente y elaboración: Propia

A partir de las 100,000 simulaciones, se tomó una muestra de 45 combinaciones, a través de ellas se puede ver la tendencia del efecto de la deuda sobre el precio de la acción.

En un principio al aumentar la deuda ocasiona que cambie la estructura de capital de la empresa, la cual influye inversamente en la determinación del costo promedio ponderado de capital (WACC), por dicha razón este disminuye, provocando en consecuencia el incremento del valor de la empresa y por ende el precio de su acción. El WACC seguiría disminuyendo incluso hasta tener un 100% de deuda, sin embargo existen otros factores y costos en los que incurre la empresa al sobre endeudarse, como son el incremento de gastos financieros, pues las entidades financieras cobrarán mayores tasas de interés a una empresa con un mayor riesgo crediticio; por su parte los inversionistas exigirán mayores rendimientos, por lo que el costo de capital de estos, aumentará; todo ello en conjunto provocara que el valor de la empresa llegue a un punto de inflexión en el que el aumento de la deuda ya no genere un incremento en el valor de la empresa sino por el contrario, los sobre costos ocasionarán que el valor de la misma disminuya. Lo explicado se puede observar claramente en la figura que se muestra a continuación.

Figura 80: Precio de la acción vs. Deuda/EBITDA


Fuente y elaboración: Propia

El precio de la acción de Alicorp llega a un máximo de S/ 33.50 cuando la deuda/EBITDA de todos los años logra un promedio de 3.21x, por encima de este valor, el precio de la acción empieza a decaer, por los efectos mencionados anteriormente. De esta manera se demuestra la hipótesis, de que al optimizar la estructura de capital se obtiene el máximo valor empresarial.

CONCLUSIONES

PRIMERA: Después de realizar la valoración de la empresa Alicorp S.A a través del método de flujo de caja libre descontado, se determinó que el valor de la empresa es S/ 8,769,106,000, monto que al dividirlo entre el número de acciones en circulación, da un precio por acción de S/ 10.35. Por su parte, el precio objetivo de la acción a 12 meses es de S/ 11.35. Asimismo, se demuestra que la empresa no logrará cumplir la meta establecida, en el año 2012, de triplicar su valor para el año 2021 (S/ 19,659,600,000).

SEGUNDA: Habiéndose estimado un costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) diferente para cada uno de los años proyectados, considerándose que la estructura de capital de la empresa varía de acuerdo con sus planes de inversión, se obtuvieron los siguientes WACC: 9.67% (2017), 9.92% (2018), 9.91% (2019), 9.81% (2020) y 9.77% (2021). Este costo promedio ponderado de capital es aplicable a cualquier empresa del sector alimentario peruano, teniendo en cuenta que deberán considerar sus propios costos de deuda y estructura de capital.

TERCERA: Luego de realizar un análisis de sensibilidad de la estructura de capital de Alicorp S.A, se determinó que a mayor apalancamiento, el precio de la acción incrementa, llegando a un valor máximo de S/ 33.50 con una combinación promedio de deuda/ EBITDA de 3.21x, por encima de este nivel promedio de apalancamiento, el precio de la acción empieza a decaer. Concluyendo que al sobre endeudarse la empresa, esta baja su calificación crediticia, provocando un incremento significativo de su costo de deuda por parte de las entidades financieras; así como la exigencia de un mayor rendimiento por parte de los inversionistas, incrementándose así su costo de capital.

CUARTA: Se concluye que la metodología planteada en el modelo propuesto de valoración y el análisis de sensibilidad por simulación para optimizar la estructura de capital de la empresa Alicorp S.A.A, es aplicable a cualquier empresa perteneciente al sector alimentario para un periodo de proyección de cinco años.

RECOMENDACIONES

PRIMERA: Se recomienda considerar incluir dentro de un portafolio de inversiones las acciones de la empresa Alicorp S.A., debido a que el precio real de la acción obtenido por el método de flujo de caja libre descontado (S/ 10.35) se encuentra en un 33% por encima del valor de mercado (S/ 7.77) al cierre del 24 de mayo del 2017.

SEGUNDA: Se propone la revisión periódica de las variables que componen el costo promedio ponderado de capital, debido a que algunos de sus componentes como son la beta del sector, el costo de capital del accionista, el costo de la deuda, la estructura de capital y la tasa de impuestos, varían con el transcurso del tiempo.

TERCERA: Se recomienda que el ratio deuda/EBITDA, que define la estructura de capital, no sobrepase de 3.21x, para evitar riesgos de sobreendeudamiento que afectarían directamente a la baja del precio de la acción de Alicorp S.A.A.

CUARTA: Se sugiere considerar variables adicionales para el modelo propuesto, como son el tipo de cambio de las diferentes monedas a las que se expone la empresa, la volatilidad de los precios de *commodities* y entorno económico y político de cada uno de los países en donde opera, para perfeccionar el modelo a situaciones específicas.

BIBLIOGRAFIA

- Agriculture and Agri-Food Canada. (2011). Global Trends Sustainable Food and Beverages. Única Edición. Portal Agriculture and Agri Food Canada. Ottawa, Canadá. https://www.gov.mb.ca/agriculture/market-prices-and-statistics/food-and-value-added-agriculture-statistics/pubs/global_sustainability_trends_en.pdf
- Alicorp. (2014). Corporate Presentation. Extraído el 13 de febrero del año 2017 de http://www.alicorp.com.pe/alicorp/content/inversionistas/pdf/hechos/280414_Corporate_Presentation_4Q13.pdf
- Alicorp. (2016). Corporate Presentation. Extraído el 01 de marzo del año 2017 de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/ckfinder/files/20161013_Alicorp_CP%20Q2%2016.pdf
- Alicorp. (2016). Alicorp es reconocido por sus comunicaciones de Marketing, y obtiene tres premios Effie de Plata. Extraído el 10 de febrero del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/noticias/noticia-3.html>
- Alicorp. (2016). Earnings Call Cuarto Trimestre 2016 Resultados Financieros. Extraído el 15 de marzo del año 2017 de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/archivo/alicorp_conference_call_4t16.pdf
- Alicorp (2017). Marcas. Extraído el 6 de febrero del año 2017 de <http://www.alicorp.com.pe/alicorp/marcas/consumo-masivo.html>
- Alicorp. (2016). Memoria Anual. Extraído el 03 de marzo del año 2017 de <https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/informacion-financiera/reportes-financieros/memoria-anual.html>
- Alicorp. (2016). Press Release Extraído el 15 de febrero del año 2017 de https://www.alicorp.com.pe/alicorp-ir/public/userfiles/cms/conference/prensa/1q16_notadeprensaesp.pdf
- Alimentación énfasis. (2012). Aspectos culturales y la alimentación. Extraído el 24 de enero del año 2017 de <http://www.alimentacion.enfasis.com/articulos/64475-aspectos-culturales-y-la-alimentacion>

Alltech. (2017). Encuesta Global sobre Alimento Balanceado de Alltech. Única Edición, Portal Alltech. Kentucky, Estados Unidos.

Apoyo Consultoría. (2016). Perspectivas del consumidor al 2016. Extraído el 23 de enero del año 2017 de https://issuu.com/andaperu/docs/perspectiva_consumidor_2016

BBVA Research. (2016). Sector Retail. Única Edición. Portal BBVA Research. Lima, Perú. <https://www.bbvarresearch.com/wp-content/uploads/2016/04/Retail-Abril-2016-FI.pdf>

Berk, J. & Demarzo, P: (2008). Finanzas Corporativas. Primera Edición. Pearson Education. México.

Business Monitor International. (2016). Food & Drink Report. Única Edición. London, United Kingdom.

Business School. Navarra, España. <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0681.pdf>

CCR. (2016). Market Trends, Perú. Única Edición. Lima, Perú.

Centro Peruano de Estudios Sociales-CEPES. (2015). Política Alimentaria del Perú. Única Edición. Portal CEPES. Lima, Perú. <http://www.observatorioseguridadalimentaria.org/sites/default/files/policy-1.pdf>

Centrum. (2013). Alicorp S.A.A. y subsidiarias. Extraído el 26 de febrero del año 2017 de http://www.centrum.pucp.edu.pe/adjunto/upload/publicacion/archivo/mbag_tc18_grupo_1_alicorp_saa.pdf

Cocinero Drupal (2007). Historia de la industria de servicios de alimentos. Extraído el 21 de enero del año 2017. <https://alimentacionccd.files.wordpress.com/2009/04/introducciongastronomicamundial1.pdf>

Comida y bebida (2016) Historia de la industria alimentaria. Extraído el 21 de enero del año 2017 de <https://line.do/es/historia-de-la-industria-alimentaria/1lpw/vertical>

Consejo Internacional de Cereales. (2017). Informe Mercado de Cereales. Única Edición. Portal IGC. Estados Unidos. <http://www.igc.int/downloads/gmrsummary/gmrsumms.pdf>

Diario Gestión. (2016). Gobierno subirá el Impuesto a la Renta para grandes empresas a 29.5%. Extraído el 23 de enero del año 2017 de <http://gestion.pe/economia/gobierno-subira-impuesto-renta-grandes-empresas-295-2176795>

Diario Gestión. (2016). Ventas de Alicorp suben 3% en tercer trimestre impulsadas por mercados de Perú y Brasil. Extraído el 28 de febrero del año 2017 de <http://gestion.pe/empresas/ventas-alicorp-suben-3-tercer-trimestre-impulsado-mercados-peru-y-brasil-2173656>

Diario Gestión. (2017). Gobierno subirá el Impuesto a la Renta para grandes empresas a 29.5%. Extraído el 10 de febrero del año 2017 de <http://gestion.pe/economia/gobierno-subira-impuesto-renta-grandes-empresas-295-2176795>

Diario Gestión. (2017). Ventas de Alicorp suben 0.7% el 2016 impulsadas por posicionamiento de mega marcas. Extraído el 14 de febrero del año 2017 de <http://gestion.pe/empresas/ventas-alicorp-suben-ligeramente-2016-impulsada-posicionamiento-mega-marcas-2182201>

El Comercio. (2016). Alicorp convierte plataforma web Ali en su ventaja comparativa. Extraído el 10 de febrero del año 2017 de <http://elcomercio.pe/economia/negocios/alicorp-convierte-plataforma-web-ali-su-ventaja-competitiva-noticia-1909403>

Fernández, P. (2003). Levered and unlevered beta. Única Edición. IESE Business School. Navarra, España. <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0488-E.pdf>

Fernández, V. (2005). El Modelo CAPM Para Distintos Horizontes de Tiempo. Chile. Extraído el 29 de abril de <http://www.dii.uchile.cl/ris/RISXIX/RISXIXpaper1.pdf>

Fernández P. (2007). 120 errores en valoraciones de empresas. Única Edición. IESE

Food Export U.S.A. (2015). Peru Country Profile. Extraído el 21 de enero del año 2017 de <https://www.foodexport.org/get-started/country-market-profiles/south-america/peru-country-profile#foodprocessing>

Food and Agriculture Organization of the United Nations. (2015). Food Outlook. Única Edición, Portal FAO. Roma, Italia. <http://www.fao.org/3/a-i5003e.pdf>

Frost & Sullivan. (2010). 2020 Vision: Global Food & Beverage Industry Outlook. Extraído el 22 de enero del año 2017 de <http://es.slideshare.net/FrostandSullivan/2020-vision-global-food-beverage-industry-outlook>.

G de Gestión (2016). Eficiencia Multilatina. p. 20-29. Extraído en octubre de 2016.

Grajales, D. (2008) Un Enfoque Dinámico para el Estudio de la Estructura.

Universidad Nacional de Colombia. Colombia.

Grupo Romero (2015). Alicorp- Consumo Masivo. Extraído el 28 de enero del año 2017 de <http://www.gruporomero.com.pe/es-PE/empresas/alicorp/>

Instituto Nacional de Estadística e Informática. (2015). Series Estadísticas. Extraído el 7 de enero del año 2017 de <https://www.inei.gob.pe/>

La República. (2014). El Perú lidera potencial de crecimiento en revistas, periódicos y B2B. Extraído el 04 de marzo del año 2017 de <http://larepublica.pe/05-06-2014/el-peru-lidera-potencial-de-crecimiento-en-revistas-periodicos-y-b2b>

Mascareñas, J. (2001). El coste de capital. Madrid, España. Extraído el 30 de abril de <http://www.gacetafinanciera.com/WACC.pdf>

Ministerio de la Producción. (2015). Anuario estadístico pesquero y acuícola. Única Edición. Portal Produce. Lima Perú. p. 136-163. <http://www.produce.gob.pe/documentos/estadisticas/anuarios/anuario-estadistico-pesca-2015.pdf>

Modigliani & Miller. (1958). Estructura de capital. Extraído el 20 de marzo del año 2017 de [file:///C:/Users/Rodrigo/Downloads/Costo%20de%20Capital%20\(Modiglianni%20-%20Miller\).pdf](file:///C:/Users/Rodrigo/Downloads/Costo%20de%20Capital%20(Modiglianni%20-%20Miller).pdf)

Oficina Agrícola Regional de los Estados Unidos en Lima. (2015). Peru's Dynamic Food Processing Sector, a Magnet for U.S.-Origin Food Processing Ingredients. Única Edición. Portal FAS-USDA Perú. Lima, Perú. p. 2-3. <https://gain.fas.usda.gov/Recent%20GAIN%20Publications/Food%20Processing%20Ingredients%20Lima%20Peru%2012-18-2015.pdf>

PCR (2016). Alicorp S.A.A. y subsidiarias. Extraído el 18 de febrero del año 2017 de <http://www.ratingspcr.com/alicorp-2016.html>

Rama, R. (1993). Entorno tecnológico de la empresa alimentaria. Revista Bancomext. México. <http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/244/1/RCE1.pdf>

Superintendencia del mercado de valores. (2015). Memoria Anual Alicorp. Extraído el 12 de febrero del año 2017 de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%20Anual%202015.pdf>

Zambrano S. & Acuña G. (2011). Estructura de capital, evolución teórica. Única Edición. Bogotá, Colombia.



ANEXOS

ANEXO 1: PLAN DE TESIS

1. PLANTEAMIENTO TEÓRICO

1.1. Problema

Modelo de valoración para una empresa del sector alimentario peruano a través de la optimización de estructura de capital: Caso Alicorp S.A.A, 2017-2021.

1.2. Descripción

El sector alimentario es uno de los sectores más dinámicos y representativos de la economía peruana, ya que actualmente simboliza el 60% de gasto de la canasta familiar. Al año 2013, representaba el 32% del PBI industrial y el 4% del PBI nacional (América Economía, 2013). Asimismo, para el año 2014, las empresas del sector alimentario constituían el 17.0% del total de empresas del sector manufactura y el 26.9% del total de medianas y grandes empresas del mismo sector, ubicándose en el primer lugar con el mayor número de empresas (INEI, 2014).

Por su parte, la participación de las ventas del sector alimentario en las ventas totales de las empresas peruanas ha incrementado en los últimos años, pasando de 4.1% en el 2012 a 4.6% en el 2015. De acuerdo con el ranking de las 500 mayores empresas del Perú de la revista América Economía en el 2015, Alicorp S.A. es la empresa líder dentro del sector alimentario por registrar las mayores ventas.

En ese sentido, se estima que el valor de la empresa debería haber aumentado; sin embargo, el precio de sus acciones ha experimentado fluctuaciones con tendencia a la baja en los últimos años. En el año 2014, Alicorp S.A. registró una fuerte caída en su utilidad, que disminuyó de S/ 317.9 millones, en el 2013, a S/ 10.4 millones, en 2014 (Semana

Económica, 2015), debido a grandes pérdidas cambiarias por la depreciación del sol, a las pérdidas de sus operaciones con derivados que alcanzaron la suma de S/ 228 millones y al aumento en sus gastos financieros, que pasaron de S/ 80.5 millones, en el 2013, a S/ 120.5 millones, en el 2014 (G de Gestión, 2016).

A partir del año 2015, la empresa realizó una reestructuración de su deuda para mitigar el descalce cambiario, reduciendo la proporción de su deuda en dólares de 26.2% en el 2014 a 11.6% en el 2015. A marzo de 2016, el ratio deuda/EBITDA fue 2.7x; sin embargo, este indicador aún no llega a los niveles óptimos en que estuvo en el año 2011 (0.9x).⁵

En abril de 2016, Standard & Poor's le otorgó una calificación de BBB-, haciendo hincapié en que si Alicorp mantiene una estrategia de crecimiento agresiva podría bajar su calificación, debido a que dicha estrategia conllevaría requerir deuda adicional, ya que de acuerdo con la visión de la empresa, esta tiene el objetivo de triplicar su valor para el 2021.

Es por ello que surge la necesidad de elaborar un modelo de valoración que mediante la optimización de la estructura de capital permita maximizar el valor de la empresa Alicorp, dicho modelo podrá ser aplicado a cualquier otra empresa del mismo sector

Actualmente, la oferta de la industria de consumo masivo aún es baja en el Perú y existe espacio para que pueda seguir creciendo. En ese sentido, el panorama para los próximos años es de mayores inversiones por parte de las empresas de este sector, por lo que deben comenzar a planificar cómo obtendrán las fuentes de financiamiento necesarias para poder solventar dichas inversiones y mantenerse en este mercado que es tan competitivo. El desarrollo de un esquema de estructura de capital es de vital importancia, porque influye directamente en el valor de las acciones y en las futuras posibilidades de inversión de una empresa, teniendo en cuenta que el objetivo de todas las empresas es maximizar su valor y así tener una mayor representación en el mercado.

⁵ Datos estimados de los estados financieros de Alicorp S.A, extraídos de la SMV.

1.2.1. Campo, Área y Línea

Campo: Ciencias Económico Administrativas

Área: Ingeniería Comercial

Línea: Finanzas

1.2.2. Tipo de Problema

El presente trabajo de investigación es de tipo Descriptivo-Explicativo:

Es Descriptivo porque pretende describir y manifestar la situación del sector alimentario peruano y en específico de la empresa Alicorp. Además, se detallarán sus objetivos y estrategias para poder diagnosticar su presencia en el mercado y poder proyectar su situación financiera para los próximos diez años.

Es Explicativo porque se determinará la causa y efecto de las decisiones que la empresa tome referente a su estructura de capital, la cual afectará directamente en el valor empresarial.

1.2.3. Variables

a) Análisis de Variables

Variable Dependiente: Valoración empresarial.

Variable Independiente: Optimización de estructura de capital.

b) Operacionalización de Variables

Tabla N° 1: Operacionalización de Variables

Variables	Indicadores	Fórmulas
Variable Dependiente: Valoración empresarial	VAN	$VAN = \text{Flujos de caja descontados} - \text{Inversión}$
	Valor empresarial	$VE = VAN + \text{Deuda} - \text{Efectivo}$
	Múltiplos EBITDA	$EV/EBITDA \text{ del sector} * EBITDA \text{ empresa}$
Variable Independiente: Optimización de estructura de capital	Deuda/ EBITDA	Deuda/EBITDA
	Participación de la Deuda en la Estructura de Capital	$\text{Deuda} / (\text{Patrimonio} + \text{Deuda})$
	Participación del Patrimonio en la Estructura del Capital	$\text{Patrimonio} / (\text{Patrimonio} + \text{Deuda})$
	Costo de deuda	$K_d = i * (1-t)$
	Costo de oportunidad del accionista	$K_e = R_f + \beta L * (R_m - R_f)$
	WACC	$WACC = K_d * \%D * (1-t) + K_e * \%E$
	Estados financieros proyectados	Balance General y Estados de resultados
	Flujos de caja	Flujo de caja libre

Fuente: Elaboración propia.

1.2.4. Interrogantes Básicas

- ¿Cuál será la estructura de capital óptima para maximizar el valor de la empresa Alicorp?
- ¿Cómo se hallará el valor neto actual de la empresa a través del método de flujos de caja descontados?
- ¿Cómo estimar el valor de Alicorp a través del método de múltiplos EBITDA?
- ¿Cuál será el ratio deuda/ EBITDA de la empresa para los años proyectados?
- ¿Cuál será la participación de la deuda en la estructura de capital?
- ¿Cuál será la participación del patrimonio en la estructura de capital?
- ¿Cómo se determinará el costo de la deuda y del accionista?
- ¿Cuál será el valor beta para empresas del sector alimentario peruano?
- ¿Bajo qué supuestos se proyectarán los estados financieros de la empresa Alicorp?
- ¿Cómo se elaborarán los flujos de caja de la empresa Alicorp?

1.3. Justificación

1.3.1. Justificación por la relevancia del estudio

El presente estudio es relevante porque permitirá elaborar un modelo de valoración aplicable a las empresas del sector alimentario peruano a través de la optimización de sus estructuras de capital; teniendo como ejemplo a Alicorp, la empresa más grande del Perú en producción de bienes de

consumo en su sector, cuyos productos son los que día a día tienen presencia en los hogares peruanos.

Alicorp es el mejor ejemplo para la demostración de que la estructura de capital influye en el valor de una empresa, ya que experimentó caídas en sus utilidades debido a los aumentos de su deuda, provocando que su calificación en el mercado disminuya, perjudique su imagen y afecte el valor de sus acciones. En ese sentido, es de vital importancia determinar la estructura de capital óptima que la empresa deberá tomar en cuenta para maximizar su valor.

1.3.2. Justificación metodológica

El estudio permitirá determinar el mejor método de valoración para una empresa perteneciente al sector alimentario, así como definir la proporción idónea de deuda y capital propio que ayudarán a maximizar el valor empresarial.

Según Bradley (1984), en su teoría del equilibrio sostiene que la existencia de una combinación óptima de deuda-capital puede maximizar el valor de la empresa, dicha combinación se determina por la interrelación entre los beneficios de deuda y los costos de deuda. De esa manera, la empresa se endeudará hasta el nivel en que los costos de endeudamiento se vean compensados por los beneficios originados.

1.3.3. Justificación personal

Las tesistas desean realizar la presente investigación para poder obtener el Título Profesional de Ingeniería Comercial y demostrar todo lo aprendido en el transcurso de los cinco años de carrera, poniéndose en práctica las enseñanzas de los maestros.

1.4. Objetivos

1.4.1. Objetivo General

Elaborar un modelo de valoración para una empresa perteneciente al sector alimentario peruano, a través de la optimización de estructura de capital, tomando como ejemplo la empresa Alicorp S.A.A.

1.4.2. Objetivos Específicos

- Determinar el precio real de la acción de Alicorp S.A.A
- Determinar el costo promedio ponderado de capital de la empresa Alicorp S.A, aplicable al sector alimentario peruano.
- Determinar la combinación óptima de estructura de capital.

1.5. Marco Teórico

1.5.1. Valoración

1.5.1.1. Definición

De acuerdo con lo explicado por Saenz (2006, p. 7), la valoración empresarial es un conjunto de actividades técnicas que tienen el fin de determinar el valor monetario de una empresa, mediante un procedimiento lógico y económico.

La valoración de una empresa es la técnica de determinar los componentes tangibles e intangibles que conforman el patrimonio de una empresa (Sanjurjo & Reinoso, 2003, p. 76).

1.5.1.2. Características

Según Adserà y Pere (2003, p. 14-16), las características de una valoración son las siguientes:

El valor se deriva de las expectativas de generación futura de recursos: El valor empresarial está determinado por las perspectivas de rentabilidad de los activos con los que cuenta la empresa y de las inversiones que realizará en el futuro.

Respecto a la generación de recursos, lo más importante a considerar son los flujos de caja, puesto que a diferencia de las utilidades, estos no están sometidos a la subjetividad de las normas contables.

El valor empresarial puede ser invariable, si no cambian las perspectivas integradas en el mismo, ni las del mercado.

La información disponible define el análisis circunstancial y perpetuo. Los multiplicadores ayudan a una predicción sin análisis circunstancial: La base para una valoración es el análisis predictivo, el cual debe ser lo más minucioso posible y cuando ya no se disponga de información sobresaliente, se debe añadir un escenario perpetuo. Para un mayor nivel de precisión de la valoración es necesario contar con suficiente información, que permitirá tener un análisis detallado.

Utilizar multiplicadores implica una valoración sin realizar un análisis detallado de la empresa, este tipo de metodología puede considerarse correcta, aunque limitada. La ventaja es que es menos rigurosa respecto a la información que se necesita para efectuar la valoración.

La diferencia entre un análisis circunstancial y otro a largo plazo no debe conceder a este último un valor residual, aun cuando en el primero se consolide gran parte de la información importante. Otro factor importante relacionado a la valoración a largo plazo

es el cálculo de las perpetuidades, que obliga a ser cuidadoso en su empleo.

El crecimiento no aporta necesariamente valor: Esto quiere decir que el crecimiento no puede ser en sí un objetivo. Las inversiones futuras que realice una empresa solo aportarán valor si su rentabilidad es mayor al coste promedio ponderado de capital. Si por el contrario, la rentabilidad es menor, se generará un decrecimiento puesto que el valor presente neto será negativo, y, por otro lado, si la rentabilidad de las nuevas inversiones es igual al costo de capital, el crecimiento será irrelevante.

Añadir valor mediante una perpetuidad con crecimiento significa que la empresa invertirá de forma perpetua, por encima de la tasa exigida a los recursos. Este supuesto debe estar apoyado en que la empresa valorada podrá mantener sus ventajas competitivas en el futuro.

El principio de valor único: Las metodologías conceptualmente aceptadas para valorar una empresa deben arrojar un resultado idéntico, no puede existir diferencia en los resultados obtenidos. Las diferencias suelen surgir en el análisis predictivo y en la determinación del costo de capital. Cuando los analistas concuerdan en los supuestos empleados, las diferentes aproximaciones conllevarán a un resultado similar, de no ser así, la técnica utilizada no es la correcta o no ha sido correctamente empleada.

Valorar exige predeterminedar la estructura financiera empleada: La deducibilidad de los gastos financieros, así como el hecho de que el costo de la deuda es mayor a la tasa libre de riesgo son factores de endeudamiento que influyen en el valor de una empresa. Es por ello que no se puede realizar una

valoración sin considerar la estructura financiera. Todas las metodologías deben añadir esta influencia de una u otra manera.

1.5.1.3. Procesos

Según lo señalado por Pérez-Cotapos y Silva (2009, p. 12-13), el proceso de valoración consta de dos etapas que son indispensables para determinar el valor final de una empresa, estas son: la etapa de evaluación y la etapa de valoración.

Etapas de evaluación: También llamado proceso *due dilligence* es el que todo potencial inversionista debe realizar para conocer y entender mejor la empresa que desea comprar, reconociendo sus riesgos y también oportunidades. Este proceso se basa esencialmente en un análisis y auditoria detallada de los estados financieros de la empresa, conocer sus principales activos tangibles y su cultura organizacional. Este último punto es muy importante, ya que con el *due dilligence* solo se conoce la estructura económica-financiera, sin embargo es importante conocer también la cultura organizacional, los activos intangibles y el nivel de los trabajadores.

Etapas de valoración: En esta etapa se halla el valor de la empresa, previa evaluación de la información que se tenga de esta. Para determinar la valoración existen diferentes métodos que se agrupan de la siguiente manera:

- ✓ Métodos basados en el balance (estado de situación financiera).
- ✓ Métodos basados en el informe de resultados.
- ✓ Métodos basados en el fondo de comercio.
- ✓ Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.
- ✓ Métodos basados en la agregación de valor; medición del valor económico agregado (EVA).

Por su parte, Casanovas y Santandreu (2011, p.12) indican que para realizar una valoración es importante tener en cuenta los siguientes aspectos que influenciarán en el resultado.

Valoración de la totalidad o una parte de la compañía:

Valorar la empresa por un conjunto de elementos individuales y luego realizar una adición es diferente a valorar la empresa en su conjunto, puesto que esta última forma permite la interacción de todos los elementos (tangibles e intangibles), lo cual origina una sinergia entre las partes, que incrementa el valor de la suma de las mismas.

Valoración dentro de un entorno concreto: La valoración de una empresa debe darse en un contexto social, legal, medioambiental, cultural y económico concreto. Los factores externos, que influyen en las estrategias planteadas por la compañía y en consecuencia en los resultados, deben ser considerados dentro de la valoración.

Valoración por un momento temporal: Es importante tener en cuenta los constantes cambios que se dan en el entorno actual en el momento en que se realiza la valoración, pues estos condicionarán su autenticidad.

1.5.1.4. Metodología

En el cuadro inferior se muestran los principales métodos de valoración.

Tabla N° 2: Principales métodos de valoración

Principales Métodos de Valoración					
Balance	Cuenta de resultados	Mixtos (<i>Goodwill</i>)	Descuento de flujos	Creación de valores	Opciones
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free Cash Flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	PER	Unión de expertos contables europeos	<i>Cash Flow</i> Acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Renta abreviada	Dividendos	<i>Cash Value Added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Otros	<i>Capital Cash Flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros múltiplos		APV		Usos alternativos

Fuente: Valoración de empresas, Fernández P. (1999)

A continuación se describen brevemente las cuatro metodologías más utilizadas en la valoración de empresas, descritas por Fernández (1999, p.23-48):

a) Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Valor contable

El valor contable es el patrimonio que se registra en el balance de las empresas. También se puede hallar restando el total activo menos el pasivo exigible. En otras palabras, el valor contable es el excedente de activos de una empresa sobre el total de sus deudas.

Valor contable ajustado

Mediante esta metodología los valores tanto del activo como del pasivo se ajustan a su valor de mercado, desechando los criterios netamente contables, se obtiene el patrimonio neto ajustado.

Valor de liquidación

Este valor se obtiene vendiendo los activos de la empresa y cancelando sus deudas. Para determinar la valoración, a través de este método, se restan los gastos de liquidación (indemnizaciones a trabajadores, gastos fiscales, entre otros) al patrimonio neto ajustado.

Valor substancial

El valor substancial simboliza la inversión de debería darse para crear una compañía en iguales condiciones a las de la valoración. En este método no se incluyen aquellos activos que no sirven para la operación, como terrenos no utilizados o participaciones en otras empresas.

b) Métodos basados en la cuenta de resultados

Estos métodos se basan en la cuenta de resultados de la compañía, hallando el valor de esta mediante los beneficios, dividendos, ventas que generan.

Valor de beneficios (PER)

El valor de los beneficios sirve para determinar el valor de las acciones, multiplicando la utilidad neta anual por un coeficiente denominado PER (*price earning ratios*).

Valor de los dividendos

De acuerdo con este método, el valor de una acción se define como el valor actual neto de los dividendos que se esperan recibir.

Múltiplos de las ventas

Esta metodología es utilizada con cierta frecuencia en algunos sectores, se halla multiplicando las ventas por un número.

Otros múltiplos

Otros métodos que se utilizan con frecuencia son:

- ✓ Valor de la empresa/BAIT
- ✓ Valor de la empresa/BAAIT
- ✓ Valor de la empresa/*cash flow* operativo
- ✓ Valor de las acciones/valor contable

Para valorar una empresa a través de los múltiplos, es necesario que se utilicen múltiplos de empresas similares.

c) Métodos basados en el fondo de comercio o *goodwill*

El *goodwill* es el valor extra que tiene la empresa sobre su valor contable o valor contable ajustado. Este método trata de dar un valor a los elementos intangibles de la empresa, que no siempre aparecen en el balance; sin embargo, pueden cambiar el escenario de la valoración, por lo cual es importante incorporarlos. El problema se da al tratar de determinar el valor estos elementos, ya que no existe una metodología de cálculo definida.

Método de valoración clásico

Según este método el valor de la empresa es igual al valor del activo neto más el valor del fondo de comercio. Este último se calcula como n veces la utilidad neta de la empresa, o como un porcentaje determinado de las ventas.

Método de la Unión de Expertos Contables Europeos

De acuerdo con este método, el valor de la empresa es igual al valor substancial más el valor del fondo de comercio. Este último se halla capitalizando a interés compuesto un superbeneficio, que es la utilidad menos un flujo obtenido invirtiendo a una tasa libre de riesgo un capital similar al valor de la empresa. La diferencia entre este método y el clásico radica en que el fondo de comercio se calcula de manera distinta. En el primer caso se determina en base al activo neto, y en este segundo caso es en base al valor que se está buscando.

Método indirecto o método de los prácticos

En este método existen diferentes formas de hallar el valor global de la empresa, que resultan de ponderar de distinta manera el valor substancial y valor de capitalización de las utilidades.

Método anglosajón o método directo

En este caso, el fondo de comercio se halla trayendo a valor presente, para una duración infinita, el valor del superbeneficio de la empresa, que es la diferencia entre la utilidad neta y el flujo que se obtendría colocando un capital igual al de la empresa en un instrumento que pague un determinado interés.

Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo

De acuerdo con este método, el valor de la empresa se halla sumando el activo neto más la actualización del superbeneficio.

d) Métodos basados en el descuento de flujos de fondos

Estos métodos determinan el valor global de la empresa mediante la estimación de los flujos futuros que se generarán, los cuales se actualizan con una tasa de descuento. En la actualidad, el método de descuento de flujos es el más utilizado, ya que es considerado el único método conceptualmente correcto.

Método general para el descuento de flujos

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos se derivan de la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + V_n}{(1+k)^n}$$

Free cash flow

En este método solo se toman en cuenta los flujos operativos sin la deuda. Es el dinero que le queda a la empresa luego de haber realizado reinversiones en activos y cubierto sus necesidades operativas de fondos, bajo el supuesto que no existe endeudamiento y que en consecuencia no hay cargas financiera. Para determinar el valor de la empresa actual, se utiliza una tasa de descuento que es el costo promedio ponderado de la deuda (WACC). Esta tasa es la ponderación del costo de la deuda (Kd) y el costo de las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa.

$$WACC = \frac{Eke + Dkd(1 - T)}{E + D}$$

Cash flow disponible para los accionistas

Se halla restando al *free cash flow*, los pagos del principal de la deuda y los intereses (después de impuestos) y sumando la nueva deuda. El *cash flow* es en sí los flujos que le quedan a la empresa, luego de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos, en necesidades operativas de fondos y haber pagado los intereses y principal de la deuda.

Capital cash flow

Son los flujos disponibles para los poseedores de deuda más el cash flow de los accionistas. El flujo de caja de los poseedores de deuda es la suma de los intereses más la devolución del principal.

Valor empresarial

Según lo descrito por Berk y Demarzo (2008, p. 258-259), el valor empresarial permite determinar el valor de los activos que no están apalancados y que son diferentes al efectivo o equivalente de efectivo.

$$\text{Valor empresarial} = \text{VAN} + \text{Deuda} - \text{Efectivo}$$

Para hallar el valor empresarial se tiene que estimar el valor presente del flujo de efectivo libre (FEL), es decir los flujos que una empresa tiene disponible para pagar a los inversionistas, acreedores y accionistas.

Flujo de efectivo libre

$$= UAI \times (1 - t) + \text{Depreciación}$$

$$- \text{Gastos de capital}$$

$$- \text{Incrementos del capital neto de trabajo}$$

Para traer a valor presente los flujos de efectivo libre se debe utilizar el costo promedio ponderado de capital (WACC por sus siglas en inglés), ya que toma en cuenta tanto el costo de capital de los accionistas como el costo de los acreedores.

1.5.2. **Financiamiento**

1.5.2.1. **Definición**

Para iniciar con las actividades de un negocio o una empresa es necesario el financiamiento de la misma. Mayormente el financiamiento inicial proviene de los dueños, familiares, amigos, socios. En el caso de algunas empresas, el financiamiento es insuficiente para empezar con sus actividades y al momento de detener sus utilidades futuras no necesitan de más capital externo, en cambio en otros casos se requiere inyectar más capital externo.

A continuación conceptos importantes que abarcan el financiamiento, descritos por Van Horne y Wachowicz (2002, p. 536-537).

Capital de Riesgo

El capital de riesgo corresponde a la inversión de fondos en un nuevo negocio o empresa. Las personas con ingresos excedentes (inversionistas) y las instituciones financieras son las principales fuentes de financiación de capital de riesgo. Algunas veces se conceden fondo de deuda, pero mayormente se trata de acciones ordinarias. Casi siempre estas son colocadas en el marco privado. Por ello, están escasos de liquidez durante un periodo de tiempo quienes invierten en este tipo de valores. El deseo de los inversionistas que invierten en este tipo de acciones colocadas de manera privada (acciones privilegiadas) es que la empresa prospere, tenga ingresos y que después de 5 años o más puedan crecer y sean lo suficientemente rentables como para que sean registradas y puedan vender dichas acciones en los mercados públicos.

Ofertas públicas iniciales

Si las empresas nuevas en el mercado han tenido un desarrollo próspero y tienen buenas expectativas, es muy posible que los fundadores deseen hacerlas públicas, por medio de la venta de acciones ordinarias a inversionistas que tengan excedentes y deseen invertir su dinero. Si las nuevas empresas tienen éxito, es posible que los dueños quieran “hacerlas públicas”, mediante la venta de acciones ordinarias a inversionistas externos. Esta motivación suele ser promovida por los inversionistas de capital de riesgo, que esperan poder obtener algún rendimiento.

1.5.2.2. Tipología

Existen varias formas de financiamiento, las cuales se clasifican de la siguiente manera: (Portal *web* Definición ABC Economía, 2016)

Según el plazo de vencimiento

- ✓ Financiamiento a corto plazo, su vencimiento es menor a un año, por ejemplo: crédito bancario, línea de descuento, financiación espontánea
- ✓ Financiamiento a largo plazo, es mayor a un año, como : ampliaciones de capital, autofinanciación, préstamos bancarios, emisión de obligaciones

Según la procedencia

- ✓ Interna, los fondos que la empresa crea mediante su actividad y que son reinvertidos en la propia empresa.
- ✓ Externa, provienen de inversores, socios o acreedores

Según los propietarios

- ✓ Ajenos, constituyen parte del pasivo exigible, deberán ser devueltos ya que tienen fecha de vencimiento como los créditos, emisión de obligaciones.

- ✓ Propios, no tienen ningún tipo de vencimiento.

También los gobiernos piden financiamiento a los organismos de crédito internacional, entretanto los individuos y las empresas frecuentemente lo solicitan a las entidades financieras y/o familiares. La última en mención puede traer ciertas complicaciones debido a que a veces debilita los lazos familiares o de amistad, si es que no es devuelto el dinero en el tiempo acordado. Y deben estimarlo como factible para poder otorgarlo. Según Casanovas y Bertrán (2011, p. 31-32), existen numerosas pautas para catalogar las fuentes de financiación de la empresa. Derivadas de dos formas de realizar las aportaciones financieras en la empresa por financiamiento propio o ajeno, mencionadas anteriormente

- ✓ **Financiación propia externa:** Aportada por los accionistas externos (capital social).
- ✓ **Financiación propia interna o autofinanciación:** Aportada por la propia empresa (los beneficios no distribuidos).
- ✓ **Financiación ajena:** Aportada por los acreedores de la empresa (préstamos recibidos).

Según el origen de la fuente de financiación: puede distinguirse entre:

- ✓ **Financiación endógena:** En el desenvolvimiento de las actividades de la empresa, origina un financiamiento que surge de una manera espontánea. Por ejemplo si el plazo de cobro de las ventas es menor al plazo de pago de ventas, la propia actividad comercial está proporcionando financiación.
- ✓ **Financiación exógena:** Los recursos financieros tienen procedencia externa, se originan del exterior de la empresa.

Según el concepto moderno de financiación, se consideran las siguientes fuentes de financiación:

✓ **Financiación interna**

- Retención de beneficios
- Financiación procedente de las ventas
- Amortizaciones
- Reservas y provisiones
- Financiación por modificación del patrimonio
- Disminución del patrimonio necesario a la explotación
- Venta al patrimonio no necesario

✓ **Financiación externa**

- Financiación propia procedente de nuevas aportaciones de capital realizadas por los accionistas.
- Financiamiento por créditos o préstamos o emisiones de deuda, es decir, vía mercado de capitales.

Otra clasificación es la que diferencia entre:

- ✓ **Financiación con capital propio:** Producido dentro de la misma empresa por el desarrollo de sus actividades. El financiador adjudica la figura de socio. El accionista, tiene el derecho, en caso de disolución de la organización, el reembolso del capital con el que participo, de acuerdo a la situación de la empresa en ese momento.
- ✓ **Financiación directa o financiación con capital ajeno:** La persona que financia asume es considerado el acreedor. Independiente de los frutos económicos de la empresa. El tiempo de este tipo de financiación puede ser limitado, siendo los reembolsos también instaurados.
- ✓ **Financiación indirecta:** El financiador es considerado como proveedor por intercambio de bienes y servicios, también están contenidas las deudas hacia el personal,

también como las provisiones para el pago de impuestos aun no confirmados.

Fuentes e Instrumentos de Financiamiento:

De acuerdo con el portal *web* Red Financiera BAC CREDOATIC (2008, p. 257) hay muchas formas de financiarse e instrumentos de financiamiento como los siguientes:

- ✓ **Crédito Bancario:** Financiamiento a corto plazo que las personas o empresas obtienen de los bancos.
- ✓ **Pagaré:** Documento privado en el que el individuo es responsable de pagar a otra persona una cantidad determinada en una fecha establecida. Los pagarés más usuales son los bancarios, los de empresa y los de tesoro público.
- ✓ **Línea de Crédito:** Contrato de crédito entre una institución financiera y un cliente, en el que el cliente tiene un monto máximo autorizado durante un periodo de tiempo, que usa y reintegra según sus necesidades.
- ✓ **Crédito Hipotecario:** Es un crédito a largo plazo que toma por garantía una casa, departamento, lote a favor de la entidad financiera o banco que desembolse el dinero, si es que el cliente no cumple con lo acordado en el contrato, el Banco o entidad financiera pasaría a ser titular o propietaria del inmueble.
- ✓ **Leasing:** Es una actividad comercial que se da cuando una empresa o sociedad especializada (arrendadora) adquiere o compra el activo y cobra una cuota mensual al arrendatario (cliente) quien alquila el activo y paga por el mismo una remuneración por un plazo definido.

1.5.3. Apalancamiento financiero

1.5.3.1. Definición

Bodie y Merton (2011, p. 80.) definen al apalancamiento financiero como el uso de dinero prestado. Uno de los motivos por el cual los accionistas de una empresa deciden apalancarse es para impulsar su ROE; sin embargo, al hacer esto, también aumentan la sensibilidad de la rentabilidad de operación de la empresa, evaluada por el ROA. Usar apalancamiento financiero supone para la empresa estar expuesta a riesgo financiero y riesgo de operación.

El apalancamiento financiero aumentará el ROE de una empresa solo si el ROA es mayor a la tasa de interés de la deuda. Si este es el caso, entonces la empresa gana más con el capital que utiliza que lo que paga a los acreedores, de esta manera el excedente queda disponible para los accionistas y en consecuencia aumenta el ROE. Si, por el contrario, el ROA es menor a la tasa de interés, los accionistas hubieran estado mejor sin endeudamiento.

Un exceso de apalancamiento financiero incrementa la variabilidad que las empresas experimentan en sus ROE, lo cual aumenta las probabilidades de quiebra.

Por su parte, Briseño (2006, p. 68-73) sostiene que se llama apalancamiento financiero, a la capacidad que tiene una organización para poder maximizar los beneficios de los accionistas (UPA) por medio de costos fijos, financieros y operativos.

Un aumento en el apalancamiento incrementa el posible riesgo y rendimiento, así como una reducción del mismo lleva consigo un menor rendimiento y un menor riesgo.

El operativo y financiero son los dos tipos de apalancamiento que existen. El operativo se concentra en las ventas y utilidad antes de impuestos (UAI), mientras que el apalancamiento

financiero con la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) y la utilidad por acción.

El apalancamiento total es la adición del apalancamiento operativo y financiero y se relaciona con las ventas y la UPA.

1.5.3.2. Características

Disponer de deuda procura elevar el resultado atribuible a los accionistas, el cual se alcanzará siempre que el coste de aquellos recursos ajenos no rebase la rentabilidad económica alcanzada de las inversiones realizadas.

Por ello Juez y Martín (2007, p.260) indican que esta apalancada una empresa cuando a través de recursos ajenos realiza sus actividades o para financiarse recurre al apalancamiento. Este tipo de endeudamiento tiene dos ventajas:

- ✓ El coste de la deuda es generalmente independiente del resultado. De tal manera, si el coste es inferior a la rentabilidad económica de la inversión, el diferencial conseguido elevará la rentabilidad de los accionistas.
- ✓ Los intereses de la deuda son deducibles cuando se determina la base imponible del impuesto sobre sociedades, distintamente del tratamiento fiscal que reciben los dividendos.

Por otra parte, el endeudamiento incurre sobre la rentabilidad financiera de los fondos propios y depende de tres variables:

- ✓ La tasa de rentabilidad económica de la empresa.
- ✓ El coste efectivo.
- ✓ La relación de endeudamiento, entendida como el cociente entre los recursos ajenos remunerados y los fondos propios

La fórmula del apalancamiento financiero es igual a:

$\text{Rentabilidad financiera} / \text{rentabilidad económica}$

Si este ratio es superior a 1, implicará que la rentabilidad financiera es mayor que la económica y nos interesará

endeudarnos. Tiene resultados favorables, suficientes para hacer frente al pago de gastos financieros originados por endeudamiento ajeno.

Si es menor que 1, la rentabilidad económica será superior a la financiera. Es la situación contraria e implicará que la empresa tiene menor capacidad de endeudamiento. Por ello, si se necesitaran nuevos recursos y lo conveniente sería acudir a un aumento de los fondos propios. Como aumentar las reservas si existieran beneficios o mediante ampliaciones de capital si no fuera el caso.

1.5.3.3. Tipología

De acuerdo con lo expuesto por García (2009, p. 3-13), describe los siguientes tipos de apalancamiento:

Apalancamiento Operativo

Se manifiesta la existencia de costos y gastos fijos de operación y se determina como la disposición de la empresa de emplear dichas cargas fijas con el fin de aumentar al máximo el efecto que un incremento en las ventas puede tener sobre las UAII. Por ello, el Apalancamiento Operativo como medida, muestra el impacto de un cambio en las ventas sobre las UAII.

$$^{\circ}AO = \frac{\% \text{ de cambio en la UAII}}{\% \text{ de cambio en las ventas}}$$

Apalancamiento Financiero

Se manifiesta la existencia de las cargas fijas financieras que genera el endeudamiento y se determina como la capacidad de la empresa de emplear dichas cargas fijas con el fin de aumentar al máximo el efecto que un incremento en la UAII puede tener sobre la utilidad por acción. Por ello, el Apalancamiento

Financiero como medida, muestra el impacto de un cambio en la UAII sobre la UPA.

$$^{\circ}AF = \frac{\% \text{ de cambio en la UPA}}{\% \text{ de cambio en la UAII}}$$

Apalancamiento total

Si la UPA varía como consecuencia de una variación en las UAII es porque estas últimas a su vez han cambiado como consecuencia de una variación en las ventas. Quiere decir lo anterior, que puede ser calculado el efecto de una variación en las ventas sobre la UPA simplemente valorando el efecto combinado de ambos grados de apalancamiento, que se denominará Grado de Apalancamiento Total y que por definición relacionaría lo siguiente:

$$^{\circ}AT = \frac{\% \text{ de cambio en la UPA}}{\% \text{ de cambio en las ventas}}$$

$$^{\circ}AT = \frac{\text{Margen de contribución}}{\text{Utilidad antes de impuestos}}$$

1.5.4. Estructura de capital

1.5.4.1. Definición

La estructura de capital se define como la composición de deuda y capital propio de una empresa; es decir, son las fuentes de capital a partir de las cuales financiará sus operaciones e inversiones. La diferencia entre estas dos alternativas de financiamiento es que en el caso de la deuda, esta debe ser pagada independientemente de los resultados de la empresa, mientras que el capital solo tiene un derecho residual de las utilidades finales que se obtienen. Debido a la prioridad que se

le da al pago de la deuda es que el costo de esta es menor al costo sobre capital. (Bjerrisgaard y Fedoryaev, 2011)

1.5.4.2. Metodología

En el contexto de mercados imperfectos existen dos teorías referentes a la estructura de capital: la teoría del Trade Off y la teoría de la jerarquía de preferencias.

Teoría Trade Off

Según Bradley (1992) su objetivo es tener óptimos ratios de endeudamiento en donde se establezca equilibrado los costos de deuda y los beneficios.

Por ello los intereses son deducibles de la base imponible del impuesto sobre sociedades como su beneficio principal, y en el costo de deuda es la probabilidad de alcanzar una posición de insolvencia financiera si el endeudamiento es desmesurado.

Reconoce la teoría del equilibrio de la estructura financiera que los ratios de endeudamiento pueden cambiar en cada empresa.

Los activos tangibles y flujos de caja estables deberían tener elevados ratios de endeudamiento para utilizar las deducciones fiscales y porque sus posibilidades son pocas de llegar a una situación de insolvencia, en el caso de las compañías grandes.

Y para las compañías pequeñas con activos intangibles debían tener un ratio de endeudamiento reducido.

Teoría de la jerarquía de preferencias

La teoría de Pecking o teoría del orden jerárquico expuesta por Stewart Myers (1984) indica que no existe una óptima estructura de capital pero sí una jerarquía de preferencias de acuerdo al uso de las fuentes de financiación según de la administración de la empresa.

Ya que una empresa no tiene el objetivo de endeudarse, la cual tiene un nivel de deuda que resulta de la diferencia entre inversiones y beneficios retenidos.

La teoría de la jerarquía indica que una empresa rentable tiene un menor grado de endeudamiento porque no tienen la necesidad de recursos del exterior.

1.5.5. Esquema Estructural

Dedicatoria

Resumen

Abstract

Índice

Abreviaturas

Introducción

Capítulo I: Marco Teórico

1.1 Valoración de la Empresa

1.1.1 Concepto

1.1.2 Métodos de Valoración

1.1.2.1 Flujo de Caja Descontado

1.1.2.2 Valor Empresarial

1.1.2.3 Métodos basados en el Balance

1.1.2.4 Métodos basados en la Cuenta de Resultados

1.2 Estructura de Capital

1.2.1.1 Concepto

1.2.1.2 Teorías de Estructura de Capital

Capítulo II: Análisis del sector y de la Empresa Alicorp S.A

2.1 Análisis del Mercado

2.1.1 Mercado Internacional

2.1.2 Mercado Regional

2.1.3 Mercado Doméstico

2.2 Descripción y Análisis de la Industria

2.2.1 Análisis FODA de la empresa

2.2.2 Análisis de Porter

2.3 Posicionamiento en el Mercado

2.4 Empresa Alicorp S.A.A

2.4.1 Historia

2.4.2 Visión y Misión

2.4.3 Gestión en Perú

2.4.4 Clientes

2.4.5 Unidades de negocio

2.4.5.1 Consumo Masivo

2.4.5.2 B2B

2.4.5.3 Acuicultura

2.4.6 Desarrollo Sostenible

2.5 Estructura accionaria

2.6 Análisis Financiero

2.6.1 Análisis Financiero de la Empresa

2.6.2 Análisis de Ratios

2.6.3 Ingresos

2.6.4 Rentabilidad

2.6.5 Solvencia

2.6.6 Liquidez

2.6.7 Inversión

Capítulo III: Modelo de Valoración

3.1 Estructura Óptima de Capital

3.2 Valoración de la Empresa

3.2.1 Proyecciones estimadas

3.3 Análisis de Sensibilidad

3.3.1 Monte Carlo

Conclusiones

Recomendaciones

Bibliografía

Anexos

1.5.6. Antecedentes

- 1.5.6.1. Salinas, P. (2006). Valoración de empresas a través del método de comparables: Evidencia en Chile. Universidad de Chile. Santiago, Chile. http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2006/salinas_p/sources/salinas_p.pdf**

La información proporcionada en esta tesis explica que conocer el valor de una empresa es fundamental a la hora de buscar financiamiento para nuevos proyectos. En esa línea, el tesista analiza las ventajas y desventajas, así como la aplicabilidad y limitaciones de los tres principales métodos para valorar una empresa (Opciones Reales, Flujos de Caja Descontados y Método de los Comparables), concluyendo que la utilización de uno u otro método dependerá de la circunstancias como disponibilidad de información acerca de la compañía y el mercado y límites de tiempo. Este estudio nos recomienda que no es sugerente confiar en un solo método de valoración, y además que la valoración depende en gran parte de las perspectivas del inversionista y del sector en el cual se desenvuelve la empresa.

- 1.5.6.2. Martínez, J. (2012). Valoración de Empresas Amper S.A. Universidad Politécnica de Valencia. Valencia, España. <https://riunet.upv.es/bitstream/handle/10251/18053/Tesina%20JOS%C3%89%20NORBERTO%20MART%C3%8DNEZ.pdf?sequence=1&isAllowed=y>**

En esta tesis se realiza la valoración de la empresa española Amper, perteneciente al sector de Tecnología de la Información y Comunicación (TIC), en un hipotético caso que la empresa pudiera ser comprada. Para realizar la valoración, el tesista realizó un análisis del sector y un análisis económico-financiero de los tres últimos ejercicios de la empresa, asimismo desarrolló las proyecciones a diez años, en base a tres escenarios (normal, optimista y pesimista). La metodología que empleó para valorar la empresa fue la de Flujo de Caja Descontados, en la cual se abordó las principales características, evoluciones y perspectivas a futuro de la empresa. Esta tesis nos sirve como guía para realizar el análisis económico-financiero y valoración de una empresa y de esa manera determinar en qué condiciones se encuentra y definir si esta se encuentra infra o sobrevalorada.

1.5.6.3. Arce, C. Barba, H. Vilca, C. (2015). Unión de Cervecerías Peruanas Backus Johnston S.A.A: Reporte de Valoración. Universidad del Pacífico. <http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1061/ArceCecilia2015.pdf?sequence=1>

En este estudio, los tesistas realizaron la valoración de la empresa Backus, para lo cual emplearon cuatro métodos de valoración (Flujos de Caja Descontados, Múltiplos, Dividendos Descontados y Transacciones Comparables), obteniendo el promedio de los cuatro métodos para determinar el valor real de la empresa. Según el resultado obtenido, los tesistas recomendaron comprar/mantener las acciones de Backus, indicando que la empresa tenía un alto nivel

de solvencia y estabilidad en sus resultados económicos. También, resaltaron que existen diferentes riesgos que pueden afectar el valor fundamental de la empresa, entre ellos, la variación de las ventas relacionada al crecimiento del mercado, cambios de regulaciones tributaria, fenómenos naturales que puedan acontecer, incremento de precio de materias primas, depreciación de la moneda local, ingreso de mayores competidores, entre otros. La presente tesis sirve como antecedente de valoración de una empresa peruana y por otra parte ayuda a determinar el valor de una empresa mediante el promedio de diferentes métodos empleados.

1.6. Hipótesis

Dado que se optimice la estructura de capital de una empresa del sector alimentario peruano, en este caso de la empresa Alicorp S.A.A., es probable que se maximice el valor empresarial.

2. PLANTEAMIENTO OPERACIONAL

2.1. Técnicas e Instrumentos

2.1.1. Técnicas

Para el desarrollo de la presente tesis se hará uso de información secundaria.

Información secundaria: Es la información que fue recolectada anteriormente por otro investigador, de la cual se emplearán cifras, datos y algunos hechos que sean resaltantes para el tema que se desarrolla. Dicha información será muy importante ya que servirá de ayuda para validar la información interna que se pueda obtener, además de conseguir datos que no estén al alcance.

Bounocore (1980) también reconoce a la información secundaria como fuentes derivadas, las cuales contienen información ya sintetizada, las mismas pueden ser obtenidas de resúmenes y cuadros estadísticos con información confiable.

Para la presente investigación, se extraerá información de la, Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Bolsa de Valores de Lima (BVL), memorias anuales y estados financieros auditados de la empresa Alicorp S.A. Así también se extraerá información de diarios oficiales del país, como Diario Gestión, El Comercio, La República, y de revistas especializadas como América Economía, G de Gestión y Semana Económica.

2.1.2. Instrumentos

Sabino (1996) hace referencia de los instrumentos como un recurso del cual el investigador puede valerse para adquirir toda

la información que necesita. Por su parte, Hurtado (2000, p.164) recalca al instrumento de recolección de datos como el medio o la técnica que ayuda a la obtención de información para la investigación.

Teniendo en cuenta la importancia de los instrumentos en el desarrollo de la investigación, se hará uso de los siguientes:

Para recolectar la información documental se emplearán fichas de recolección bibliográfica, en las cuales se sintetizará la información más relevante, así como la fuente de donde se obtiene dicha información.



2.2. Campo de Verificación

2.2.1. Ámbito

Sector alimentario peruano: Empresa Alicorp S.A.A.

2.2.2. Temporalidad

El estudio será una proyección para el periodo 2017-2021.

2.2.3. Unidades de Estudio

Para la presente tesis, en lo que corresponde a información primaria, no se realizará encuestas, por dicha razón no se tendrá un universo ni una población o muestra que determinar.

2.3. Estrategia de Recolección de Datos

En primer lugar, se revisará el marco teórico que será empleado para el desarrollo de la tesis, se levantará información sobre el sector alimentario peruano e información interna de la empresa Alicorp, como estados financieros, memorias anuales, planes estratégicos, entre otros.

Finalmente, se evaluará y analizará toda la información recopilada, la cual será de gran aporte para el modelo de valoración y la optimización de la estructura de capital.

2.4. Recursos Necesarios

2.4.1. Humanos

Investigadoras:

Ximena Arias Jáuregui

Yojana Cáceres Ramos

2.4.2. Materiales

Para llevar a cabo la presente investigación, se hará uso de los siguientes materiales.

Equipos de cómputo

- ✓ Laptop HP- Pavilion dv5
- ✓ Laptop HP- Touchsmart tm2
- ✓ Impresora Canon Mp 250

Útiles de escritorio

- ✓ Bolígrafos
- ✓ Archivadores
- ✓ Folders
- ✓ Notas adhesivas
- ✓ Resaltadores

Papelería

- ✓ Papel Bond Fotocopia/Impresión
- ✓ Libreta de notas
- ✓ Agenda
- ✓ Cuadernos

Accesorios de cómputo

- ✓ Calculadora
- ✓ Memoria USB

2.4.3. Financieros

Se procederá a presentar el siguiente cuadro con los gastos en que se incurrirán para poder elaborar la investigación, los cuales pueden variar en el desarrollo de la misma.

Tabla N° 3: Estimación de gastos para el desarrollo de la investigación

CONCEPTO	CANTIDAD	PRECIO UNITARIO	TOTAL
Bolígrafos	5.0	3.0	15.0
Archivador	3.0	8.0	24.0
Folders	5.0	4.5	22.5
Notas Adhesivas	3.0	4.0	12.0
Resaltadores	6.0	3.0	18.0
Papel Bond	1,000.0	0.1	50.0
Libreta de Notas	2.0	15.0	30.0
Corrector	3.0	3.5	10.5
Agenda	2.0	18.0	36.0
Cuadernos	2.0	14.0	28.0
Impresiones	800.0	0.2	160.0
Fotocopias	700.0	0.1	70.0
Empastado	6.0	80.0	480.0
Calculadora	2.0	35.0	70.0
Memoria USB	2.0	49.0	98.0
Otros Gastos			300.0
Total			1,424.0

Fuente: Elaboración Propia

2.5. Cronograma

[illegible]

ANEXO: Matriz de consistencia

IDEA	PROBLEMA	OBJETIVOS	HIPÓTESIS	VARIABLES	INDICADORES	MÉTODO
Modelo de valoración para una empresa del sector alimentario peruano a través de la optimización de estructura de capital: Caso Alicorp S.A.A, 2016-2026.	PROBLEMA GENERAL	OBJETIVO GENERAL	HIPÓTESIS GENERAL	VARIABLE DEPENDIENTE	<ul style="list-style-type: none"> • VAN • Valor empresarial • EVA • Múltiplos EBITDA 	TECNICAS: Se empleará información primaria. INSTRUMENTOS Se utilizará instrumentos documentales: <ul style="list-style-type: none"> • Fichas bibliográficas • Fichas hemerográficas, • Fichas de resumen Instrumentos mecánicos: <ul style="list-style-type: none"> • Grabadora de voz UNIDADES DE ESTUDIO Para la presente investigación, en lo que
	¿Cuál será el modelo de valoración para una empresa del sector alimentario peruano a través de la optimización de estructura de capital: Caso Alicorp S.A.A?	Elaborar un modelo de valoración para una empresa perteneciente al sector alimentario peruano, a través de la optimización de estructura de capital, tomando como ejemplo la empresa Alicorp S.A.A.	Dado que se optimice la estructura de capital de una empresa del sector alimentario peruano, en este caso de la empresa Alicorp S.A.A., es probable que se maximice el valor empresarial.	Valoración empresarial.		
	PROBLEMAS ESPECÍFICOS	OBJETIVOS ESPECÍFICOS		VARIABLE INDEPENDIENTE	<ul style="list-style-type: none"> • WACC 	

	<ul style="list-style-type: none"> • ¿Cuál será la estructura de capital óptima para maximizar el valor de la empresa Alicorp? • ¿Cuál será el mejor método para valorizar la empresa Alicorp? • ¿Cómo se hallará el valor neto actual de la empresa a través del método de flujos de caja descontados? • ¿Cuál será la forma de hallar el valor económico agregado de la empresa o EVA? • ¿Cómo estimar el valor de Alicorp a través del método de múltiplos EBITDA? • ¿Cuál será la participación de la deuda en 	<ul style="list-style-type: none"> • Determinar el precio real de la acción de Alicorp S.A.A • Determinar el costo promedio ponderado de capital de la empresa Alicorp S.A, aplicable al sector alimentario peruano. • Determinar la combinación óptima de estructura de capital. 	<p>Optimización de estructura de capital.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Deuda/EBITDA • Participación de la Deuda en la Estructura de Capital • Participación del Patrimonio en la Estructura del Capital • Costo de deuda • Costo de oportunidad del accionista • Estados financieros proyectados • Flujos de caja 	<p>conciene a información primaria, no se realizaran encuestas por tal motivo no se determinará universo ni muestra.</p> <p>ESTRATEGIAS DE RECOLECCION DE DATOS</p> <p>Se realizaran entrevistas para la recolección de datos primarios.</p> <p>Se recurrirá a páginas webs, libros, artículos y diarios oficiales para recolectar información secundaria.</p>
--	--	--	---	--	---

	<p>la estructura de capital?</p> <ul style="list-style-type: none">• ¿Cuál será la participación del patrimonio en la estructura de capital?• ¿Cómo se determinará el costo de la deuda y del accionista?• ¿Cuál será el valor beta para empresas del sector alimentario peruano?• ¿Bajo qué supuestos se proyectarán los estados financieros de la empresa Alicorp?• ¿Cómo se elaborarán los flujos de caja de la empresa Alicorp?				
--	---	--	--	--	--



ANEXO 2: Estado de Resultados

ESTADOS FINANCIEROS Consolidada Anual al 31 de Diciembre (en miles de NUEVOS SOLES)							
CUENTA	NOTAS 2016	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos de Actividades Ordinarias	34	4,255,668	4,473,717	5,818,297	6,282,995	6,580,488	6,628,789
Consumo Masivo Perú B2B		2,057,607	1,961,746	2,193,722	2,297,773	2,424,023	2,500,159
Acuicultura		1,265,541	1,304,833	1,464,616	1,471,429	1,459,016	1,512,217
Consumo Masivo Internacional		320,637	500,190	877,684	1,248,388	1,417,622	1,430,370
Otros		600,720	680,194	1,282,201	1,264,375	1,279,827	1,184,630
Costo de Ventas	24	11,163	26,754	74	1,030		1,412
		-	-	-	-	-	-
Ganancia (Pérdida) Bruta		3,082,625	3,254,369	4,237,666	4,571,288	4,713,108	4,620,803
Gastos de Ventas y Distribución	25	1,173,043	1,219,348	1,580,631	1,711,707	1,867,380	2,007,986
Gastos de Administración	26	-460,989	-495,350	-720,358	-818,384	-910,178	-937,378
Otros Ingresos Operativos	28	-207,169	-242,706	-298,518	-350,453	-373,360	-409,166
Ganancia (Pérdida) de la baja en Activos Financieros medidos al Costo Amortizado			5,937	67,898	18,932	30,223	15,368
Otros Gastos Operativos	28	4,308	1,429				
Otras Ganancias (Pérdidas)	23 (c)	-20,646				-23,410	-36,238
				-4,090	-207,497	-30,040	-8,296
Ganancia (Pérdida) Operativa		488,547	488,658	625,563	354,305	560,615	632,276
Ingresos Financieros	29	8,006	12,003	59,103	15,778	77,427	13,883
Gastos Financieros	30	-39,875	-45,235	-180,700	-228,251	-366,652	-163,842
Participación en la Ganancia (Pérdida) neta de Asociadas y Negocios Conjuntos Contabilizados por el Método de la Participación	12 (b)	1,135	-636	-1,496	-549	-6,535	1,065
Diferencias de Cambio Neto	37 (b)(i)	8,490	26,329	-121,497	-81,272	-31,917	-20,381
Ganancias (Pérdidas) que surgen de la Diferencia entre el Valor Libro Anterior y el Valor Justo de Activos Financieros Reclassificados Medidos a Valor Razonable		-16,447	-21,128				
Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos		449,856	459,991	380,973	60,011	232,938	463,001
Ingreso (Gasto) por Impuesto	21 (a)	-141,563	-167,415	-125,778	-47,644	-75,465	-160,862

<i>Corriente</i>	0	0	-113,209	-78,554	-115,791	-147,180
<i>En el Perú</i>			-99,522	-49,566	-71,476	-121,650
<i>En el exterior</i>			-13,687	-28,988	-44,315	-25,530
<i>Diferido</i>	0	0	-12,569	30,910	40,326	-13,682
<i>En el Perú</i>			15,900	25,976	25,105	-19,189
<i>En el exterior</i>			-28,469	4,934	15,221	5,507
Ganancia (Pérdida) Neta de Operaciones Continuadas	308,293	292,576	255,195	12,367	157,473	302,139
<i>Ganancia (Pérdida) procedente de Operaciones Discontinuas, neta de Impuesto</i>	22,378	58,814	63,489	-332	0	0
Ganancia (Pérdida) Neta del Ejercicio	330,671	351,390	318,684	12,035	157,473	302,139



Anexo 3: Estado de situación financiera

ESTADOS FINANCIEROS Consolidados Anual al 31 de Diciembre (en miles de NUEVOS SOLES)							
CUENTA	NOTAS	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos	2016						
Activos Corrientes							
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	4	101,818	496,070	90,774	99,521	112,529	273,483
Efectivo en caja y bancos		62,951	142,164	56,965	90,854	104,021	155,910
Deposito a plazos		38,867	353,906	33,809	8,667	8,508	67,040
Fondos Mutuos							50,533
Otros Activos Financieros	6 - 23 (b)	3,834	4,108	55,524	332,674	52,767	13,537
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras	0	570,381	905,169	1,145,270	1,217,333	1,084,921	1,069,117
Cuentas por Cobrar Comerciales	5	435,599	751,086	948,126	977,714	986,522	970,736
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	32 (b)	246	649	425	157	1,882	171
Otras Cuentas por Cobrar	7	107,901	115,020	161,188	193,924	75,893	75,007
Anticipos	0	26,635	38,414	35,531	45,538	20,624	23,203
Inventarios	8	735,276	755,224	790,247	987,579	1,010,787	779,036
Mercadería		24,149	23,951	40,959	54,969	56,414	40,287
Productos terminados		137,206	148,396	160,225	196,554	191,840	159,373
Subproductos		7,751	7,027	7,396	9,955	6,654	7,214
Productos en proceso		51,167	28,168	34,073	32,023	28,487	24,308
Materias primas y auxiliares		428,236	446,558	431,134	601,869	566,253	387,956
Envases, embalajes, suministros diversos y repuestos		29,844	51,562	68,210	79,632	79,904	91,382
Inventario por recibir		64,178	52,560	53,927	31,828	139,896	85,876
Estimación por obsolescencia de inventarios		-7,255	-2,998	-5,677	-19,251	-58,661	-17,360
Activos por Impuestos a las Ganancias	21 (b)	9,121	27,103	53,595	103,186	93,903	26,705
Otros Activos no Financieros	9	11,606	37,517	12,112	19,934	33,244	23,011
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición	10	21,834	9,473	9,559	23,047	30,033	39,797
Clasificados como Mantenedidos para la Venta o como Mantenedidos para Distribuir a los Propietarios							
Total Activos Corrientes		1,453,870	2,234,664	2,157,081	2,783,274	2,418,184	2,224,686
Activos No Corrientes							

Otros Activos	11 - 23(b)	158,898	196,865	246,445	328,833	222,967	309,768
Financieros							
Inversiones	12	40,681	35,471	24,708	24,179	17,890	18,898
Contabilizadas							
Aplicando el Método de la Participación							
Cuentas por Cobrar Comerciales y Otras	0	2,463	637	45,117	36,715	58,419	106,419
Cuentas por Cobrar Comerciales	5					0	55,126
Otras Cuentas por Cobrar	7 - 21(b)	2,463	637	45,117	36,715	58,419	51,293
Activos Biológicos						790	932
Propiedades, Planta y Equipo	13	1,147,827	1,326,827	1,870,047	2,073,569	2,022,448	1,946,249
Activos Intangibles	14	85,875	102,435	487,864	591,905	545,268	567,589
Distintos de la Plusvalía							
Activos por Impuestos Diferidos	21 (c)	28,280	34,224	94,816	80,924	102,353	91,536
Plusvalía	15	294,114	352,968	724,084	897,622	825,347	867,994
Total Activos No Corrientes		1,758,138	2,049,427	3,493,081	4,033,747	3,795,482	3,909,385
TOTAL ACTIVOS		3,212,008	4,284,091	5,650,162	6,817,021	6,213,666	6,134,071
Pasivos y Patrimonio							
Pasivos Corrientes							
Otros Pasivos	16 - 23(b)	82,868	581,086	291,880	1,169,809	523,467	254,705
Financieros							
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras	0	509,984	577,304	765,619	1,107,496	1,409,319	1,351,933
Cuentas por Pagar Comerciales	17	456,439	531,729	680,260	1,001,484	1,315,393	1,247,380
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	32 (b)	2,447	992	5151	2180	91	851
Otras Cuentas por Pagar	18	51,098	44,583	80,208	103,832	93,835	103,702
Provisión por Beneficios a los Empleados	19	85,969	94,653	96,815	84,761	101,737	128,953
Otras Provisiones	20	9,438	8,869	14,117	15,202	26,666	33,812
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	21 (b)	19,563	8,726	2,593	10,370	12,699	16,540
Total Pasivos Corrientes		707,822	1,270,638	1,171,024	2,387,638	2,073,888	1,785,943
Pasivos No Corrientes							
Otros Pasivos	16 - 23(b)	434,273	747,667	1,762,184	1,814,782	1,565,877	1,375,824
Financieros							
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras	0	1,223	1,105	126,597	98,212	13,867	11,209
Cuentas por Pagar							
Otras Cuentas por Pagar	18			126,597	98,212	13,867	11,209
Ingresos Diferidos		1,223	1,105			0	0
Provisión por Beneficios a los Empleados	19	2,972	5,679	7,403	6,475	3,593	4,985
Otras Provisiones	20			8,265	3,006	2,810	3,060
Pasivos por Impuestos Diferidos	21 (c)	136,386	150,119	399,367	410,892	330,625	374,510
Total Pasivos No Corrientes		574,854	904,570	2,303,816	2,333,367	1,916,772	1,769,588
Total Pasivos		1,282,676	2,175,208	3,474,840	4,721,005	3,990,660	3,555,531
Patrimonio							
Capital Emitido	22	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192	847,192

Acciones de Inversión	22	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388	7,388
Otras Reservas de Capital	22	97,091	129,342	160,903	169,438	169,438	169,438
Resultados Acumulados	22	872,738	1,029,995	1,101,904	1,001,240	1,048,526	1,305,034
Otras Reservas de Patrimonio	22	103,568	88,206	50,398	61,607	127,665	227,043
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	0	1,927,977	2,102,123	2,167,785	2,086,865	2,200,209	2,556,095
Participaciones no Controladoras	0	1,355	6,760	7,537	9,151	22,797	22,445
Total Patrimonio		1,929,332	2,108,883	2,175,322	2,096,016	2,223,006	2,578,540
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO		3,212,008	4,284,091	5,650,162	6,817,021	6,213,666	6,134,071



Anexo 4: Correlación de consumo masivo internacional

	Correlación CMI	PIB (US\$ a precios constantes de 2010)	Tipo de cambio	PIB (en soles)	Ventas CMI Alicorp (Miles de soles)
	2005	4,433,808,851,610	3.30	14,631,569,210,313	-
5.3%	2006	4,669,512,901,218	3.27	15,269,307,186,984	80,612
5.7%	2007	4,936,314,411,829	3.13	15,450,664,109,026	159,074
4.0%	2008	5,132,885,245,977	2.92	14,988,024,918,253	340,080
-1.7%	2009	5,044,275,961,281	3.01	15,183,270,643,456	471,813
5.8%	2010	5,336,635,974,785	2.83	15,102,679,808,641	540,645
4.4%	2011	5,570,303,155,436	2.75	15,318,333,677,450	600,720
2.8%	2012	5,727,749,523,575	2.64	15,121,258,742,239	680,194
2.8%	2013	5,887,115,968,961	2.70	15,895,213,116,195	1,282,201
0.7%	2014	5,930,653,727,865	2.84	16,843,056,587,137	1,264,375
-0.3%	2015	5,913,189,270,478	3.18	18,803,941,880,119	1,279,827
-0.7%	2016			18,672,314,286,958	1,184,630
1.2%	2017			18,896,382,058,401	1,523,068
2.1%	2018			19,293,206,081,628	1,632,315
2.1%	2019			19,698,363,409,342	1,743,857
2.1%	2020			20,112,029,040,938	1,857,741
2.1%	2021			20,534,381,650,798	1,974,016



Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	0.717104224
Coeficiente de determinación R ²	0.514238468
R ² ajustado	0.453518276
Error típico	337700.1306
Observaciones	10

t de tablas	2.262
-------------	-------

Intercepcion	-2.455602267	<	2.262
Variable X1	2.910152275	>	2.262

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	9.65815E+11	9.65815E+11	8.468986263	0.019584532
Residuos	8	9.12331E+11	1.14041E+11		
Total	9	1.87815E+12			

	<i>Coeficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-3679181.406	1498280.668	-2.455602267	0.039589328	-7134222.822	224139.9892	-	-224139.9892
Variable X 1	2.75304E-07	9.46012E-08	2.910152275	0.019584532	5.71532E-08	4.93455E-07	5.71532E-08	4.93455E-07

Anexo 5: Proyección de consumo masivo Perú

	2012	2013	2014	2015	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p	2021 p
Consumo de alimentos, PEN miles de millones	57.6	63.6	69.9	76.4	83.2	90.9	99.2	108.4	118.5	129.5
Consumo de alimentos, variación anual %	12.9%	10.4%	9.9%	9.2%	8.9%	9.3%	9.1%	9.4%	9.3%	9.3%
Consumo de alimentos, PEN per cápita	1,911.4	2,082.3	2,257.4	2,434.5	2,617.2	2,824.4	3,046.1	3,292.2	3,609.6	3,906.6

Fuente: Business Monitor International

Proyección de Consumo Masivo Perú	Consumo de alimentos, PEN miles de millones	Ventas CMP Alicorp (Miles de soles)
2012	57.60	1,961,746
2013	63.60	2,193,722
2014	69.90	2,297,773
2015	76.40	2,424,023
2016	83.20	2,500,159

Anexo 6: Correlación B2B

	Correlación B2B	PBI Perú (Millones de soles)	Ventas B2B Alicorp (Miles de soles)
	2011	406,256	1,265,541
	2012	431,199	1,304,833
	2013	456,787	1,464,616
	2014	467,666	1,471,429
	2015	482,877	1,459,016
3.9%	2016	501,709	1,512,217
3.5%	2017	519,269	1,607,325
4.1%	2018	540,559	1,672,194
4.1%	2019	562,722	1,739,724
4.1%	2020	585,794	1,810,022
4.1%	2021	609,811	1,883,203



Resumen

t de tablas 2.776

Estadísticas de la regresión

Coeficiente de correlación múltiple	0.930770143
Coeficiente de determinación R ²	0.866333059
R ² ajustado	0.821777412
Error típico	42035.1574
Observaciones	5

Intercepción	0.080871336	<	2.776
Variable X1	4.409517452	>	2.776

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	34356387105	34356387105	19.4438442	0.021637743
Residuos	3	5300863373	1766954458		
Total	4	39657250478			

	Coeficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95.0%	Superior 95.0%
Intercepción	25134.51185	310796.2993	0.080871336	0.94063729	-963958.0227	1014227.046	-963958.0227	1014227.046
Variable X 1	3.046956586	0.690995471	4.409517452	0.02163774	0.847900604	5.246012569	0.847900604	5.246012569

Anexo 7: Correlación Acuicultura

	Correlación Acuicultura	PBI América Latina (US\$ a precios constantes de 2010)	Tipo de cambio	PBI América Latina (en soles)	Ventas Acuicultura Alicorp (Miles de soles)
	2011	5,570,303,155,436	2.75	15,318,333,677,450	320,637
	2012	5,727,749,523,575	2.64	15,121,258,742,239	500,190
	2013	5,887,115,968,961	2.70	15,895,213,116,195	877,684
	2014	5,930,653,727,865	2.84	16,843,056,587,137	1,248,388
	2015	5,913,189,270,478	3.18	18,803,941,880,119	1,417,622
-	2016			18,672,314,286,958	1,430,370
0.7%	2017			18,896,382,058,401	1,577,765
1.2%	2018			19,293,206,081,628	1,689,647
2.1%	2019			19,698,363,409,342	1,803,878
2.1%	2020			20,112,029,040,938	1,920,507
2.1%	2021			20,534,381,650,798	2,039,586



Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0.902570854
Coefficiente de determinación R ²	0.814634147
R ² ajustado	0.752845529
Error típico	233399.9225
Observaciones	5

t de tablas	2.776
-------------	-------

Intercepción	2.935533118	<	2.776
Variable X1	3.631006823	>	2.776

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	7.18217E+11	7.18217E+11	13.18421055	0.035968001
Residuos	3	1.63427E+11	54475523819		
Total	4	8.81643E+11			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95.0%</i>	<i>Superior 95.0%</i>
Intercepción	-3749919.196	1277423.57	-2.935533118	0.060728672	7815251.116	315412.7252	7815251.1	315412.7252
Variable X 1	2.81942E-07	7.76484E-08	3.631006823	0.035968001	3.483E-08	5.29054E-07	3.483E-08	5.29054E-07

Anexo 8: Cuadro Resumen de Deuda

	2011			2012			2013			2014			2015			2016		
	Porción corriente	Porción no corriente	Total	Porción corriente	Porción no corriente	Total	Porción corriente	Porción no corriente	Total	Porción corriente	Porción no corriente	Total	Porción corriente	Porción no corriente	Total	Porción corriente	Porción no corriente	Total
Cesión de cheques			0			0			0	0	0	0	10,558	0	10,558	5,705	0	5,705
Sobregiro bancario	31,926		31,926	40,522	-	40,522	64,320	-	64,320	167,963	0	167,963	14,983	0	14,983	0	0	0
Préstamos bancarios	34,224	298,764	332,988	90,428	622,570	712,998	216,442	461,520	677,962	766,692	311,822	1,078,514	487,260	726,444	1,213,704	119,291	427,149	546,440
Bonos	8,455	135,509	143,964	8,476	125,097	133,573	-	1,243,313	1,243,313	0	1,447,383	1,447,383	0	827,190	827,190	115,956	936,791	1,052,747
Financiamiento de importación			0	399,343	-	399,343		-	0	0	0	0	0	0	0			0
Arrendamientos financieros	2,435		2,435			0			0	2,322	3,044	5,366	1,667	1,538	3,205	818	698	1,516
Financiamiento de primas de call spread			0			0	4,530	57,351	61,881	4,852	52,449	57,301	1,163	10,659	11,822	1,481	11,186	12,667
Instrumentos financieros derivados	5,828			42,317			6,588	0	6,588	227,980	84	228,064	7,836	46	7,882	11,454	0	11,454
Total	82,868	434,273	517,141	581,086	747,667	1,328,753	291,880	1,762,184	2,054,064	1,169,809	1,814,782	2,984,591	523,467	1,565,877	2,081,462	254,705	1,375,824	1,619,075



Anexo 9: Instrumentos financieros derivados

	2016			2015		
	Corriente	No Corriente	Total	Corriente	No Corriente	Total
Activo	12,571	35,118	47,689	50,276	45,787	96,063
Pasivo	11,454		11,454	7,836	46	7,882
Total	24,025	35,118	59,143	58,112	45,833	103,945

Anexo 10: Composición préstamos bancarios

Entidad financiera	Moneda	Tasa de interés efectiva anual		Vencimiento	2016 S/(000)	2015 S/ (000)
		2016	2015			
BBVA Banco Continental	Soles	4.95%	4.95%	diciembre de 2018	314,394	313,599
Bank of America	Dólares	L3M + 1.70%	L3M + 1.70%	Junio de 2017 y Abril de 2018	80,252	122,707
		L3M + 2.00%				
		L6M + 1.75%				
The Bank of Tokyo	Dólares	L6M + 1.25%	L6M + 1.75%	Entre octubre de 2017 y marzo de 2019	76,970	50,896
Scotiabank Perú	Soles	5.00%	5.00%	Octubre de 2018	50,542	149,288
BDMG/Citibank/IBM	Reales brasileños	2.50% a 8.70%	2.50% a 8.70%	Entre abril de 2017 y diciembre de 2023	14,819	14,991
			L3M + 1.2542%			
Citibank	Dólares	L3M + 1.93%	L3M + 2.28%	julio de 2017	8,434	59,213
Banco do Brasil	Reales brasileños	4.50% a 8.70%	4.50% a 8.70%	Entre setiembre de 2019 y junio de 2021	1,029	1,130
Banco Interbank	Soles	-	5.70%	agosto de 2019	-	158,247
Banco de Crédito del Perú	Soles	-	5.10%	mayo de 2016	-	155,000
Sumitomo	Dólares	-	L6M + 1.15%	octubre de 2020	-	135,477
Citibank	Pesos argentinos	-	15.25% a 25.90%	diciembre de 2017	-	45,076
Banco Francés	Pesos argentinos	-	15.25% a 27.00%	junio de 2017	-	6,616
BBVA Banco Continental	Dólares	-	0	diciembre de 2017	-	1464
					546,440	1,213,704

Anexo 11: Bonos

				2016			2015		
	Vencimiento	Moneda Origen	Tasa de interés nominal anual%	Corriente	No corriente	Total	Corriente	No corriente	Total
Senior -notes (b)	Marzo de 2023	Dólares Estadounidenses	3.9%	-	207,734	207,734	-	212,138	212,138
Programa									
Tercer programa de bonos-Primera E. Serie A (c)	43,070	soles	5.0%	115,956	-	115,956	-	115,860	115,860
Tercer programa de bonos-Segunda E. Serie A (d)	47,484	soles	7.0%	-	499,249	499,249	-	499,192	499,192
Tercer programa de bonos-Tercera E. Serie A (e)	43,525	soles	6.8%	-	70,147	70,147	-	-	0
Tercer programa de bonos-Cuarta E. Serie A (e)	44,986	soles	7.8%	-	159,661	159,661	-	-	0
				115,956	936,791	1,052,747	0	827,190	827,190

Anexo 11: Arrendamiento financiero

	2016	2015
Hasta 1 año	293	1,811
De 2 a 5 años	1,258	1,626
Total a pagar incluyendo cargo financiero	1,551	3,437
Menos-Cargo financiero por ampliar a resultados de ejercicios futuros	-35	-232
Valor presente	1,516	3,205

